LUNA MIRANDA DE OLIVEIRA GUIMARÃES

n.º USP 9593270

INVESTIMENTOS SOCIAIS E DIREITO DA EMPRESA

Orientadora: Professora Associada Rachel Sztajn

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO FACULDADE DE DIREITO

São Paulo – SP

LUNA MIRANDA DE OLIVEIRA GUIMARÃES

n.º USP 9593270

INVESTIMENTOS SOCIAIS E DIREITO DA EMPRESA

Dissertação de Mestrado apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós Graduação em Direito, da Faculdade de Direito de Universidade de São Paulo, como exigência parcial pra obtenção do título de Mestre em Direito, na área de concentração de Direito Comercial, sob a orientação da Professora Dra. Rachel Sztajn.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO FACULDADE DE DIREITO

São Paulo - SP

Catalogação da Publicação Serviço de Biblioteca e Documentação Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Guimarães, Luna Miranda de Oliveira.

Investimentos Sociais e Direito da Empresa / Luna Miranda de Oliveira Guimarães; Orientadora: Rachel Sztajn – São Paulo, 2019. 101 p.

Dissertação (Mestrado – Programa de Pós-Graduação em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2019.

1. Responsabilidade Social Corporativa. 2. Direito da Empresa. 3. Deveres Fiduciários. 4. Sustentabilidade. 5. Função da Empresa. I. Sztajn, Rachel, orient. II. Título.





GUIMARÃES, Luna Miranda de Oliveira. *Investimentos Sociais e Direito da Empresa*. 2019. 101p. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019.

RESUMO

Essa dissertação tem por objetivo analisar a relação entre os investimentos sociais e ambientais pelas empresas e seu desempenho financeiro, bem como avaliar a responsabilidade dos administradores de empresas à luz dos resultados encontrados. Para tanto, a dissertação foi dividida em três partes. A primeira parte é dedicada a realizar uma introdução sobre o tema e a tecer o histórico das iniciativas sociais e ambientais por empresas no Brasil e no mundo. São analisados casos concretos de criação de empresas que adotaram programas e investimentos de cunho social, bem como discutidos os relatórios sociais e de sustentabilidade. São ainda analisadas as razões que levam investidores a selecionar empresas sustentáveis ou socialmente responsáveis. A segunda parte aborda as doutrinas societárias que envolvem o tema em questão. Primeiramente, analisou-se as teorias a respeito da função e da finalidade da empresa, com destaque para a Teoria dos Stakeholders, a Teoria da Responsabilidade Social Corporativa e a Teoria da Firma (ou Teoria da Empresa). Na sequência são discutidas as teorias a respeito do interesse social e os deveres fiduciários dos administradores. Em seguida, traça-se um panorama dos conflitos enfrentados pelos administradores, analisados individualmente de acordo com o tipo de conflito enfrentado. A última parte desta dissertação dedica-se aos resultados de estudos meta-analíticos a respeito do retorno financeiro dos investimentos sociais pelas empresas, ilustrando-se tais resultados com situações nas quais tais investimentos reverteram-se em lucratividade, bem como casos nos quais sua ausência acarretou prejuízos para a empresa e seus acionistas. Por último, apresenta-se as principais conclusões alcançadas por meio desse trabalho, especialmente seus impactos em relação aos deveres fiduciários dos administradores.

Palavras-chave: Responsabilidade Social Corporativa. Direito da Empresa. Deveres Fiduciários. Sustentabilidade. Função da Empresa.

GUIMARÃES, Luna Miranda de Oliveira. *Social Investments and Corporate Law.* 2019. 101p. Master's in Law Dissertation. Faculty of Law of the University of São Paulo, São Paulo, 2019.

ABSTRACT

The purpose of this thesis is to analyze the relationship between social and environmental investments by companies and their financial performance, as well as to assess the responsibility of business managers in light of the results presented. In order to achieve such objective, the thesis was divided into three parts. The first part is dedicated to making an introduction on the theme and to provide the history of social and environmental initiatives by companies in Brazil and in the world. Concrete cases of companies that have adopted social programs and investments were analyzed and social and sustainability reports were discussed. We also provided an overview of the reasons that lead investors to select sustainable or socially responsible companies. The second part addresses the corporate doctrines that surround the subject in question. First, the theories regarding the function and the purpose of the company were scrutinized, with emphasis on Stakeholders Theory, Corporate Social Responsibility Theory and Firm Theory (or Company Theory). In the sequence, we discuss the theories regarding the social interest and the fiduciary duties of the managers, followed by an overview of the conflicts faced by the managers, analyzed individually according to the type of conflict presented. The last part of this thesis is dedicated to the results of meta-analytical studies on the financial return of social investments by companies, illustrated with situations in which such investments reverted to profitability, as well as cases in which their absence led to losses by the company and its shareholders. Finally, the main conclusions reached through this work are presented, with special focus on its impacts in relation to the managers' fiduciary duties.

Key words: Corporate Social Responsibility. Corporate Law. Fiduciary Duties. Sustainability. Function of the Company.

SUMÁRIO

P	ARTE	[9
1.	. Intr	odução		9
	1.1	Definições para melhor compree	nsão do trabalho	11
	1.2.	Breve histórico sobre as iniciativ	as sociais e ambientais no Brasil e no mundo	14
	1.2.	1 Dos relatórios de sustentabi	lidade	18
	1.2.	2 Casos		22
	1.3	O acionista e o investimento soc	ial: Critérios utilizados na seleção de investime	ntos
		24		
	1.3.	O problema da divulgação o	los relatórios de sustentabilidade	28
	1.3.	2. O relatório integrado		33
P	ARTE	II		35
2.	. Fun	ção e Finalidades da empresa: pri	ncipais correntes doutrinárias	35
	2.1.	Teoria dos Stakeholders		35
	2.2.	Teoria da Responsabilidade Soci	al Corporativa	39
	2.3.	Teoria da Firma (Teoria da Emp	resa)	41
	2.4.	Atualidades		44
3.	. Os l	Deveres Fiduciários dos Administ	radores	48
	3.1	Das teorias a respeito do conceit	o de interesse social	48
	3.3.	1. O Contratualismo		49
	3.3.	2. O Institucionalismo		51
	3.3.	3. A opção brasileira – A Lei o	las Sociedades por Ações	54
	3.3.	4. Do bem público e da função	social da empresa – o interesse social externo	55
	3.4.	Dos conflitos dos administradore	es	59
	3.4.	1. Dos diversos tipos de en	npresa - Negócios Sociais, Empresa Tradicio	onal
	Soc	ialmente Responsável, Empresa	Tradicional Indiferente, Sociedade de Econo	mia
	Mis	ta 59		
	3.4.	2 Interesse do acionista em co	onflito com o interesse social	62
	3.4.	3 Interesse do acionista em co	onflito com o interesse do administrador	65
	3.5	Deveres dos controladores		70
P	ARTE	III		73
4.	. Ore	etorno dos investimentos sociais		73
	4.1.	Exemplos		87

	4.2	Análise reversa: os impactos da falta de responsabilidade social e ambiental p	elas
empres		sas	89
	4.3	Análise dos deveres fiduciários à luz dos resultados encontrados	91
5.	Con	nclusões	92
6.	Glo	ssário	94
7.	Bib	liografia	95

PARTE I

1. Introdução

As últimas cinco décadas do século passado foram marcadas pela ascensão da responsabilidade social pelas empresas. Apesar de encontradas de forma esparsa em décadas anteriores, foi nas décadas de 50 e 60 que as iniciativas socialmente responsáveis cresceram e ganharam destaque ao redor do mundo. Em meio à guerras e manifestações políticas e ao rápido crescimento de corporações de escala global, em um cenário em que a população mundial atingia escalas que superavam a marca de seis bilhões e a mídia tornava-se cada vez mais crescente e ativa, muitas das mazelas da humanidade começaram a ser expostas e questionadas por uma população cada vez mais ativa e consciente. Nesse contexto, não só a atuação dos governos, mas também das empresas começou a ser abertamente questionada.

Preocupadas em manter sua reputação e seu mercado consumidor, algumas empresas lentamente começaram a melhorar suas práticas e, principalmente, buscar a divulgação de tais iniciativas, de forma a publicamente diferenciar-se das demais empresas, tidas como menos responsáveis.

Atualmente o conceito de responsabilidade social corporativa se expandiu largamente e encontra-se na pauta da maioria das empresas, especialmente as de grande escala ou que possuem capital aberto e, portanto, estão mais expostas ao escrutínio de investidores e mercado em geral.

A atuação das empresas deixou, assim, de ser matéria de interesse apenas de seus investidores, passando a ter uma definição plural e ampla. Os gestores não mais devem prestar contas apenas aos seus acionistas, mas a todos aqueles que se relacionam com a empresa e, em certa medida, à comunidade de forma geral.

Diante da ineficiência dos governos para sanar todas as mazelas sociais, algumas empresas são inclusive chamadas a atuar em questões que sequer são relacionadas com a sua atuação, como a luta contra a fome em determinadas regiões isoladas do globo, por exemplo. Muitas delas têm atendido a esse chamado e ingressado em campanhas sociais e ambientais sobre os mais variados temas.

Em meio ao avanço de temas como responsabilidade social e sustentabilidade, muitos foram os que questionaram qual seria o real papel das empresas na sociedade. Teria ele mudado ao longo do tempo? Teria ele se desviado e deveria, assim, retornar ao seu objetivo primordial, qual seja, produzir produtos e gerar riqueza aos seus acionistas? Tais questionamentos levaram a acirrados debates acadêmicos, conforme se verá no capítulo 2 deste trabalho, que culminaram em forte polarização. Surgiram grupos adeptos da teoria da firma (ou da empresa), que entendem que as empresas se desviaram de seu papel ao longo dos anos e deveriam retornar ao objetivo para o qual foram criadas: seja por meio da prestação de serviços ou produção de produtos, as empresas devem ser instrumento para geração de lucros aos seus acionistas. As mazelas sociais, apesar de reconhecidas como um problema real, não são responsabilidade das empresas. Sua solução caberia ao Estado ou a qualquer outro grupo que se disponha a atuar na seara da filantropia, como ONGs e associações civis. Um segundo grupo, denominado institucionalista, defende a evolução do papel das empresas na sociedade. Para seus defensores, a empresa deve atuar de forma a promover não apenas os interesses de seus acionistas, mas também de todos aqueles que, de alguma forma, são impactados pela sua atuação. Assim, caberia à empresa observar também os interesses de seus empregados, fornecedores, clientes e da comunidade na qual se insere.

O debate entre esses grupos se estende até os dias atuais, sendo a função da empresa ainda hoje tema que desperta discussões acaloradas entre acadêmicos, investidores e executivos.

Tal indefinição gera grande insegurança aos administradores de empresas que, pessoalmente responsáveis pela sua atuação, por vezes encontram-se inseguros sobre a possiblidade de realizarem determinados investimentos de cunho social ou ambiental em nome das empresas que administram. Estaria tal medida abarcada dentre o conceito de função da empresa? Seria esse um desvio no uso dos recursos cuja administração lhe foi confiada? Podem estes ser responsabilizados caso direcionem parte dos recursos da empresa para determinado objetivo social ou ambiental? Diante da insegurança jurídica trazida por essa indefinição, por vezes uma postura mais conservadora é adotada, especialmente mediante a possibilidade de ingresso de ação de responsabilidade pela empresa e seus acionistas contra seus administradores.

No entanto, há que se questionar se tal polarização realmente faz sentido. Seriam os investimentos sociais e ambientais pelas empresas um antagonismo à sua função lucrativa? Seriam essas medidas simplesmente uma "despesa" para empresa, não convertendo-se de nenhuma forma em aumento da lucratividade?

Esse é o questionamento que deu origem ao presente trabalho. Dessa forma, foram analisados estudos cujo objetivo era avaliar qual é o papel que essas medidas desempenham na administração e gestão das empresas. A evolução de tais estudos ao longo dos anos demonstrou que, desde que atendidos determinados critérios, a responsabilidade social e a sustentabilidade por parte das empresas podem sim reverter em aumento de valor aos seus acionistas. Tais resultados podem, se não pôr um fim, ao menos amenizar a sensação de insegurança dos administradores e servir de norte para guiar a sua atuação no momento da tomada de decisão de investimento.

1.1 Definições para melhor compreensão do trabalho

Antes de adentrarmos os estudos a respeito do retorno dos investimentos sociais e sua relação com as normas societárias é importante que se apresente breve distinção a respeito de alguns termos utilizados ao longo deste trabalho que, ainda que relacionados, por vezes são tratados como um signo único, causando uma desordem conceitual que levou a que, durante anos, estudiosos apresentassem resultados incertos a respeito do retorno financeiro das iniciativas sociais e ambientais pelas empresas, conforme se verá detalhadamente no capítulo 4 deste estudo. A confusão realizada tem uma razão simples. A própria doutrina traz uma série de definições tão variadas para esses termos que, por serem tão intrinsecamente relacionados, muitas vezes têm seus conceitos sobrepostos ou interpostos.

Assim, inicialmente, conceituamos a responsabilidade social corporativa ou a corporate social responsibility ("CSR") utilizando uma de suas definições mais populares, apresentada em 1953 por Howard Bowen: "the obligation of businessmen to pursue those policies, to make those decisions, or to follow those lines of action which are desirable in terms of the objectives and values of our society". Este conceito evoluiu ao longo dos anos expandindo-se para além do foco puramente filantrópico e de valores. Atualmente é bastante utilizado em estudos sobre mitigação de riscos e fortalecimento dos retornos da boa postura social e da transparência nas divulgações das atividades da empresa, bem como no contexto das discussões sobre a importância de medidas de CSR compreensivas para uma boa estratégia reputacional e de posicionamento de marca das empresas². Em uma de suas mais

_

BOWEN, Howard Rothmann. Social responsibilities of the businessman. 1a ed. New York: Harper, 1953. p. 6.
 FULTON, Mark; KAHN, Bruce M.; SHARPLES, Camilla. Sustainable Investing. Establishing Long-Term

Value and Performance. DB Climate Change Advisors. Deutsche Bank Group. jun.2012. p. 24. Disponível em: https://institutional.deutscheam.com/content/ media/Sustainable Investing 2012.pdf. Acesso em: 18 jun. 2018.

recentes e práticas definições, foi descrita como a abordagem de negócios que leva em conta seus impactos econômicos, sociais, ambientais e éticos, por motivos como mitigação de riscos, redução de custos e melhoria da imagem da marca e da competitividade. Essa abordagem é, às vezes, implementada por meio de um conjunto abrangente de políticas e procedimentos integrados em toda a empresa. Frequentemente, as políticas e procedimentos englobam ampla gama de práticas relacionadas a todos os níveis de atividade empresarial, incluindo governança corporativa, relações com funcionários, relações com a cadeia de suprimentos, relacionamento com clientes, gestão ambiental, filantropia e envolvimento da comunidade.³

O detalhamento a respeito da doutrina da CSR será feito mais adiante, no capítulo 2.2, mas é importante que se compreenda que a CSR é sempre avaliada do ponto de vista da companhia e da sua gestão, ou seja, avalia-se o retorno e a sua importância enquanto ferramenta de gestão e valorização da empresa.

Já o investimento socialmente responsável ou social responsible investing ("SRI") representa um processo de investimento que busca atingir objetivos sociais e ambientais juntamente com objetivos financeiros⁴. Pode ter como critério tanto premiar companhias que apresentam os melhores resultados em algumas métricas que pretende estimular (governança, responsabilidade social ou ambiental, etc.), quanto excluir algumas companhias ou setores com base em suas políticas, ações, produtos ou serviços (como, por exemplo, empresas de fabricação de armas, tabaco ou que reconhecidamente causem impactos ambientais negativos). Trata-se, portanto, de um conceito elaborado do ponto de vista do investidor, ou seja, o SRI é um modelo de investimento e, dessa forma, é sempre definido e avaliado considerando-se o veículo ou fundo que irá investir na empresa e não a empresa em si.

Por fim, outra definição importante para fins deste estudo é o da governança corporativa, social e ambiental ou *environmental, social and corporate governance* ("ESG"). Trata-se de medidas que podem ser adotadas de forma a promover políticas de boa governança, sociais ou ambientais dentro da corporação, bem como a métrica utilizada pelos

12

³ "The approach to business which takes into account economic, social, environmental and ethical impacts for a variety of reasons, including mitigating risk, decreasing costs, and improving brand image and competitiveness. This approach is sometimes implemented by means of a comprehensive set of policies and procedures integrated throughout a company. Often the policies and procedures encompass a wide range of practices related to all levels of business activity including corporate governance, employee relations, supply chain relatonships, customer relationships, environmental management, philanthropy and community involvement." (MERCER

Investment Consulting. The language of responsible investment: an industry guide to key terms and organizations. 2007. p. 3. Disponível em: http://www.belsif.be/user_docs/MercerInvestmentConsultingSRI.pdf. Acesso em: 18 jun. 2018.)

⁴ Mercer Investment Consulting. op. cit. p.10.

investidores no contexto da análise das empresas nas quais irão investir. Isso significa que esse é um indicador considerado tanto do ponto de vista das empresas (que tentam implementar medidas de ESG), quanto dos investidores (que avaliam as empresas com base em seu desempenho em questões de ESG). Apesar de não existir uma lista exaustiva de quais medidas ou questões são consideradas ESG, elas usualmente apresentam as seguintes características: a) questões que são tradicionalmente consideradas como não financeiras ou não materiais; b) visam um horizonte de médio e longo prazo; c) têm objetivos qualitativos que não são instantaneamente quantificáveis em termos monetários; d) têm externalidades que não são bem capturadas pelos mecanismos de mercado; e e) possuem foco de interesse público⁵.

Atualmente a definição de CSR, também conhecida como CSR contemporâneo, engloba os conceitos de ESG. De acordo com Mercer⁶, as atuais políticas de CSR incluem governança corporativa, relacionamento com empregados, relacionamento com consumidores, gestão ambiental, filantropia e envolvimento com a comunidade.

Os termos apresentados são frequentemente utilizados como referência para a doutrina, bem como métrica para estudos meta-analíticos apresentados no capítulo 4. Diversos outros termos e acrônimos não usuais nos estudos jurídicos serão utilizados neste trabalho, em virtude da necessidade de utilização de materiais interdisciplinares, predominantemente de origem das ciências financeira e de administração de empresas. Por esta razão, além das explicações fornecidas ao longo dos capítulos, apresentamos um glossário ao final do texto consolidando os termos não jurídicos empregados.

É importante, no entanto, destacar que, exceto quando expressamente indicado, nos referimos às iniciativas sociais e ambientais das empresas de forma genérica, não atreladas a nenhuma doutrina específica.

Outra distinção relevante, de cunho mais conceitual do que terminológico, é a diferenciação entre a filantropia e as inciativas sociais e ambientais. De acordo com a definição de Monteiro⁷, a filantropia é casuística enquanto a responsabilidade social e ambiental pressupõe ações contínuas no contexto da estratégia de longo prazo definida pela empresa, capazes de gerar benefícios econômicos e possibilitando, dessa forma, a prossecução

⁵ Mercer Investment Consulting. op. cit. p.4.

⁶ Mercer Investment Consulting. op. cit. p.3.

⁷ MONTEIRO, Manuel Alves. *A Responsabilidade Social das Empresas (RSE)*. Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários - N.º 21. CMVM. Portugal, ago. 2005. p.67. Disponível em: http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Pages/cadernoN21.aspx. Acesso em: 12 jun. 2018.

de criação de valor e consequente desenvolvimento social sustentável. Assim, considerandose o envolvimento das empresas com a comunidade em que se inserem como um ativo que devem capitalizar de forma a beneficiar inclusive a sua imagem, os investimentos de cunho social e ambiental passam a ter um carácter estratégico.

1.2. Breve histórico sobre as iniciativas sociais e ambientais no Brasil e no mundo.

Conforme visto, observa-se número cada vez maior de empresas que se preocupam em empregar e divulgar iniciativas sociais e ambientais. Em alguns casos a propaganda sobre a qualidade e utilidade do produto foi substituída pelo discurso sobre sua fabricação em modelo sustentável, pelo benefício de sua produção para uma determinada comunidade ou pela utilização responsável de recursos naturais.

Martin Winterkorn, presidente da unidade americana da Volkswagen, em conferência para divulgação da marca e suas iniciativas sustentáveis afirmou: "A liderança tecnológica não é mais definida por potência e torque. A alegria da condução econômica e sustentável, senhoras e senhores, será a moeda nos próximos anos".8

Esse foi um movimento gradativo, que ganhou força nas últimas seis décadas. Em 1953, Howard Bowen lançou nos Estados Unidos da América o livro intitulado "Social Responsibilities of the Businessman", que representou um marco para as discussões e sistematização das questões sobre responsabilidade social das empresas, conceito que à época ainda era bem menos amplo e desenvolvido que atualmente.

Naquele país os temas relacionados à responsabilidade social das empresas ganharam popularidade nos anos 60, apenas alguns anos após o lançamento da obra de Howard Bowen, impulsionados pelo contexto histórico da época, no qual uma parte crescente da população se colocava contrariamente à guerra do Vietnã⁹. Essa rejeição se manifestou, dentre outras formas, por meio do boicote à aquisição de produtos fabricados por empresas que, de alguma forma, eram relacionadas ao conflito. Como consequência dessa reação do mercado algumas empresas passaram a divulgar informações sobre suas práticas sociais ou ambientais, de forma a conquistar esse público mais exigente. Paralelamente a este fato, as lutas sociais pela

14

⁸ NA ROTA do dinheiro sujo. (Temporada 1, ep. 1). Direção: Alex Gibney. Produção: Adam Del Deo Yon Motskin Lisa Nishimura Stacey Offman Jason Spingarn-Koff Alex Gibney. Distribuidor: Netflix. Jan, 2018. (75 min).

⁹ MONTEIRO, Manuel Alves. op. cit. p.65.

igualdade de direitos e de gênero, e pelo fim da discriminação social e racial, se espalharam não só pelos Estados Unidos, mas também pela Europa. Este movimento de contestação geral deu origem a manifestações como o movimento de Maio de 1968 na França¹⁰, e também impulsionou uma mudança de postura por parte das empresas, preocupadas em se mostrarem adequadas aos novos paradigmas de consumo que se formavam. O movimento pela responsabilidade social ganhou, assim, força nos Estados Unidos e na Europa, especialmente na França e na Inglaterra, onde as empresas começaram a divulgar os primeiros balaços sociais¹¹.

O primeiro balanço social que mais se assemelhava aos moldes atuais foi divulgado na França pela empresa americana Singer, fabricante de máquinas de costura, em 1972. A França também foi o primeiro país a adotar a obrigatoriedade de elaboração periódica do balanço social para empresas com mais de 750 trabalhadores.

No Brasil, o movimento foi um pouco mais lento, de certa forma como reação ao que ocorria na Europa e nos Estados Unidos, inicialmente ligado a questões religiosas. Foi também na década de 60, no Estado de São Paulo, que surgiram os primeiros discursos próresponsabilidade social das empresas, com a "Carta de Princípios do Dirigente Cristão de Empresas", emitida em 1965, que destacava que "os antagonismos de classe, os aberrantes desníveis econômicos, o enorme atraso de certas áreas do país decorrem, em parte, de não ter o setor empresarial tomado consciência plena de suas responsabilidades sociais"¹².

Apesar do cunho evidentemente religioso e moralista, fato é que, copiando a tendência europeia e norte-americana, as empresas brasileiras começaram a caminhar em direção a um modelo em que a responsabilidade social passava lentamente a fazer parte da sua pauta, ainda que preocupadas apenas com a produção de uma imagem de comprometimento político e social.

⁻

¹⁰ O movimento conhecido como Maio de 68 na França, foi uma grande onda de protestos que iniciou-se com uma manifestação de estudantes que pediam por reformas no sistema educacional e culminou com uma paralisação massiva dos trabalhadores do país, acarretando na posterior renúncia do então presidente, general Charles de Gaulle. (ABIDOR, Mitchell. *What the Non-Revolution of May '68 Taught Us.* NY Times: 5 de Maio de 2018. Disponível em: https://www.nytimes.com/2018/05/05/opinion/sunday/may-1968-france.html. Acesso em: 14 out. 2018).

¹¹ Semelhantemente ao balanço financeiro, no qual as empresas divulgam suas informações contábeis, o balanço social é o relatório no qual as empresas divulgam seus indicadores de medidas de sustentabilidade e responsabilidade social e ambiental.

¹² BARBOSA, Lia Pinheiro. *A Responsabilidade Social das Empresas no Brasil*. Artigo apresentado no GT: Participação Social e Cidadania, XI Congresso Brasileiro de Sociologia, Universidade Estadual de Campinas. 01 a 05 de setembro de 2003. p. 102. Disponível em: http://www.rle.ucpel.tche.br/index.php/rsd/article/viewFile/546/486. Acesso em: 21 jun. 2018.

No ano de 1977, algumas empresas que compunham a União Internacional Cristã de Dirigentes de Empresas ("UNIAPAC") passaram a se reunir para discutir assuntos relacionados a questões sociais. Essas reflexões culminaram no 2º Encontro Nacional de Dirigentes de Empresas e no "Plano de Trabalho 77/78" da UNIAPAC. Um dos principais assuntos do encontro foi a criação de um balanço social e as novas formas de gestão social.

Lia Barbosa traz uma contextualização histórica do momento político do País, que contribuiu para que as empresas e os empresários incorporassem os conceitos de responsabilidade social corporativa naquele momento¹³:

"A preocupação com uma nova postura a ser adotada pelos empresários não era gratuita: o próprio momento político brasileiro nas décadas de 70 e início de 80 evidenciavam uma reestruturação do Estado, resultado da crise pela qual passava o modelo nacional-desenvolvimentista, efetivado a partir da década de 50. O modelo nacional-desenvolvimentista, inaugurado no Governo de JK e que se manteve durante a ditadura militar, propunha uma grande intervenção do Estado, sobretudo na criação de condições favoráveis à internacionalização de nosso mercado interno, o que desempenhou um importante papel no crescimento econômico do país. No entanto, concomitante ao crescimento econômico brasileiro, uma desigual distribuição de renda fez do Brasil um dos países mais injustos do mundo, limitando o exercício da cidadania no cotidiano nacional. Durante a última década, os governos dos países latinoamericanos adotaram este diagnóstico como justificador da ineficiência estatal, acreditando que a única saída existente seria o enxugamento da máquina burocrática e a redução da capacidade de intervenção do Estado. No Brasil, a questão da reforma do Estado restringiu-se à dicotomia Estado-mercado, legitimando a essência neoliberal de contração do setor público e supervalorização do mercado como alocador de recursos.(...) O resultado, que ainda se desenha diante de nós, é uma constante ampliação do espaço do mercado, contrapondo-se a um desmonte da área social. A reflexão sobre estas nuanças assumidas no Brasil acaba por evidenciar um modelo de política social que seja tríade, isto é, que seja capaz de incorporar três dimensões básicas de uma sociedade, sobretudo no mundo contemporâneo: Estado, mercado e sociedade civil. Podemos dizer, pois, que a partir da década de 60 inicia-se uma nova postura dos empresários nacionais frente ao mercado e à sociedade. O redirecionamento de seu olhar para a esfera social, mostravase intimamente relacionado a todo um contexto da reestruturação do Estado, que se evidencia a partir do declínio dos governos militares."

Iniciado nas décadas de 60 e 70, foi nos anos 90 que o debate sobre a responsabilidade social e ambiental das empresas ganhou força, estendendo-se não apenas para as suas atividades internas, mas também para questionamentos sobre o seu papel na sociedade.

_

¹³ BARBOSA, Lia Pinheiro. op. cit. p.104.

Desde então o conceito de responsabilidade social corporativa se tornou cada vez mais amplo e um número maior de empresas passou a adotar iniciativas variadas de cunho social e ambiental, bem como a aderir a relatórios e índices de sustentabilidade.

Atualmente todas as 250 maiores empresas do mundo no quesito receita divulgam relatórios de responsabilidade social corporativa e 75% das 100 maiores empresas do mundo por país também realizam essa divulgação¹⁴.

Simultaneamente a este movimento, os primeiros códigos de conduta de empresas foram surgindo, tendo o primeiro deles sido criado em 1970, tornando-se esta prática mais popular a partir dos anos 90¹⁵. De forma geral, os códigos de conduta são guias voluntariamente desenvolvidos pelas companhias e publicados tendo como objetivo demonstrar o seu comprometimento público com o respeito a temas como direitos humanos, melhoria da qualidade de condições de trabalho e respeito e proteção ao meio ambiente¹⁶.

Um exemplo de código de conduta voltado para uma indústria específica são os materiais de discussão sobre atividades bancárias e direitos humanos do Thun Group. O Thun Group é formado por representantes de diversos bancos internacionais, voltado para o entendimento dos Princípios Orientadores sobre Empresas e Direitos Humanos da ONU (discutidos abaixo) dentro do contexto das atividades bancárias. Anualmente o grupo emite materiais de discussão para empresas desse setor, com orientações e questões que podem ser implementadas de forma a se atingir os objetivos constantes do documento da ONU.

Organismos internacionais de renome também passaram a criar códigos de conduta com diretrizes a respeito de questões sociais e ambientais¹⁷. Um dos mais relevantes e conhecidos são os Princípios Orientadores sobre Empresas e Direitos Humanos da ONU (*UN Guiding Principles on Business and Human Rights*)¹⁸. Tendo como principais pilares

¹⁴ De acordo com o relatório anual de 2017 da KPMG sobre responsabilidade corporativa, disponível em: https://home.kpmg.com/content/dam/kpmg/campaigns/csr/pdf/CSR_Reporting_2017.pdf, acesso em: 14 jun. 2018. O ranking das 100 maiores empresas do mundo por receita foi retirado do relatório de 2016 da Fortune 500, disponível em: 1http://fortune.com/global500/2016, acesso em: 14 jun. 2018. O ranking das 100 maiores empresas do mundo por país levou considerou uma amostra de 49 países pesquisados pela KPMG para elaboração do relatório, cf. p. 52 do relatório.

¹⁵ JENTSCH, Valentin. *Corporate Social Responsibility and the Law*: International Standards, Regulatory Theory and the Swiss Responsible Business Initiative. European University Institute. Max Weber Programme, 2018/05. p.4. Disponível em: http://cadmus.eui.eu/handle/1814/59084. Acesso em: 3 nov. 2018.

¹⁶ Um dos exemplos é o Código de Conduta Empresarial da empresa suíça de alimentos e bebidas Nestlé. Disponível em: <a href="https://www.nestle.com.br/docs/default-source/fale-conosco/c%C3%B3digo-de-conduta-empresarial-nestl%C3%A9-(2017).pdf?sfvrsn=1ba17006_0. Acesso em: 3 nov. 2018.

¹⁷ JENTSCH, Valentin. op. cit. p.4.

¹⁸ UNITED NATIONS. Guiding Principles for Business and Human Rights: Implementing the United Nations "Protect, Respect and Remedy" Framework. Human Rights Office of the High Commissioner. Nova York and Genebra, 2011. Disponível em: https://www.ohchr.org/Documents/Publications/GuidingPrinciplesBusinessHR_EN.pdf. Acesso em: out. 2018.

"proteger, respeitar e remediar", o código trata das obrigações do Estado de proteger os direitos humanos e das empresas de respeitá-los, além de promover o acesso a medidas de remediação. Este foi o primeiro código de conduta sobre empresas e direitos endossado pela ONU, o que ocorreu de forma unanime pelo Comitê de Direitos Humanos da ONU em 16 de junho de 2011.

Outro importante código de conduta é o Guia da OECD para Empresas Multinacionais, que contém recomendações de implementação voluntária sobre questões de direitos humanos, trabalho, relações industriais, meio ambiente, corrupção e questões do consumidor. Primeiramente publicado em 1976 e atualizado mais recentemente em 2018, o código se direciona a empresas cujas sedes estão em estados que aderiram aos Guias de Conduta da OECD, incluindo, no entanto, aquelas de atuação transnacional¹⁹.

1.2.1 Dos relatórios de sustentabilidade

Mensurar a efetividade de muitas das medidas divulgadas pelas empresas não é tarefa simples. Dentre um número crescente de informações "socialmente corretas", separar o joio do trigo entre as iniciativas realmente efetivas daquelas de cunho unicamente marqueteiro tornou-se um desafio para os investidores. Muitas empresas, por exemplo, divulgam como iniciativa de responsabilidade social o mero cumprimento de normas inerentes às suas atividades. Para o investidor sem conhecimento da legislação específica de cada setor, fica ainda mais difícil fazer essa avaliação crítica.

Para ajudar na criação de um "filtro" de qualidade das informações divulgadas, uniformizar a divulgação das informações, além de facilitar a comparabilidade entre desempenho das empresas, foram criados índices de sustentabilidade, de forma a indicar para o mercado quais empresas efetivamente se destacam em matérias de responsabilidade social e ambiental corporativa.

Um dos primeiros índices criados e ainda hoje amplamente utilizado para fins acadêmicos, é o FTSE KLD 400 Social Index, elaborado pela KLD Research & Analytics, Inc. Divulgado pela primeira vez em 1990, tem como objetivo autodeclarado auxiliar investidores a encontrar empresas que reflitam seus valores e que atendam a altos níveis de

¹⁹ OECD. *Guidelines for Multinational Enterprises 2017*. Jun. 2018. Disponível em: http://mneguidelines.oecd.org/annualreportsontheguidelines.htm. Acesso em: ago. 2018.

governança, de forma a melhor administrar os riscos a que estão expostas e identificar oportunidades ambientais, sociais e de boa governança²⁰. A ideia é dar maior exposição às empresas que apresentem bons níveis de sustentabilidade e governança de acordo com a classificação da própria instituição, excluindo de sua lista empresas cujos produtos possam causar impacto social ou ambiental negativo, ou que possuam características que sejam contrárias aos valores declarados da KLD, como álcool, tabaco, jogos ilícitos, armamento, energia nuclear, pornografia e organismos geneticamente modificados. A publicação divulga o desempenho das 400 melhores empresas em critérios como direitos humanos, diversidade, meio ambiente, governança corporativa, relação com a comunidade e seus funcionários, dentre outros.

Bolsas de valores ao redor do mundo também criaram índices específicos para empresas líderes em questões de sustentabilidade. Em 1999 a bolsa de Nova York lançou o índice Dow Jones de Sustentabilidade, que é utilizado como referência para medir o desempenho financeiro de empresas que se destacam em critérios pré-estabelecidos de sustentabilidade, como mitigação de mudanças climáticas, governança corporativa, tratamento de empregados e desempenho em questões de cunho social e ambiental. Para divulgação do seu índice global (a Down Jones também divulga índices específicos para empresas europeias e norte-americanas), são entrevistados, aproximadamente, 3.900 administradores de companhias de capital aberto, sobre questionamentos específicos direcionados para cada tipo de indústria, que tratam de pautas relacionadas a fatores econômicos, sociais e de meio ambiente, considerados como relevantes para o desempenho das empresas²¹. Na última edição (2017), seis empresas brasileiras figuraram no índice Dow Jones de Sustentabilidade: o Banco Bradesco S.A., o Itaú Unibanco Holding S.A., a Itaúsa – Investimentos Itaú S.A., a Embraer S.A., a Cielo S.A. e a Companhia Energética de Minas Gerais S.A. (Cemig)²².

No Brasil, a antiga BM&FBovespa, hoje B3, lançou, em 2005, o Índice de Sustentabilidade Empresarial – ISE, com objetivos semelhantes aos do Índice de Sustentabilidade Dow Jones. Segundo a bolsa brasileira, o ISE foi criado para que os investidores tenham acesso a uma análise comparativa de desempenho das empresas listadas na BM&FBOVESPA sob o aspecto da sustentabilidade, baseada em eficiência econômica,

²⁰ MSCI. MSCI KLD 400 Social Index. Disponível em: https://www.msci.com/msci-kld-400-social-index. Acesso em: 14 abr. 2018.

²¹ ROBECO SAM. Sustainability Assessment. Disponível em: https://www.sustainability-indices.com/sustainability-assessment/. Acesso em: 15 abr. 2018.

²² Disponível em: http://www.robecosam.com/images/DJSI2017_ComponentList_World.pdf. Acesso em: 15 abr. 2018.

equilíbrio ambiental, justiça social e governança corporativa²³. Buscou-se aumentar o conhecimento do mercado sobre empresas comprometidas com questões de sustentabilidade, destacando questões como transparência e prestação de contas, natureza do produto, desempenho empresarial nas dimensões econômico-financeira, social, ambiental e de mudanças climáticas.

Merecem destaque, ainda, modelos de relatórios de sustentabilidade e certificações de adesão voluntária que também cresceram de forma exponencial nas últimas décadas, acompanhando o movimento de iniciativas de responsabilidade social pelas empresas.

Um exemplo são os modelos de relatórios de sustentabilidade da Global Reporting Initiative (GRI). Criado em 1997 como uma organização internacional independente, o GRI tem por objetivo permitir que as companhias comuniquem de forma efetiva e homogênea seu desempenho focando em alguns critérios relevantes da sustentabilidade, como seu impacto nas mudanças climáticas e em questões como diretos humanos, governança e bem-estar social²⁴. Não existe, portanto, uma classificação entre as empresas. Trata-se de relatórios de adesão voluntária, que permitem que as empresas divulguem de forma homogênea suas informações de responsabilidade social corporativa, facilitando também sua comparabilidade. O valor desse tipo de iniciativa é que, utilizando-se de um terceiro isento para estabelecer os parâmetros da divulgação, as informações prestadas pelas empresas ganham credibilidade. Isso porque percebeu-se que quando as empresas elaboravam informes ou relatórios de sustentabilidade autonomamente, sem seguir qualquer critério, elas inevitavelmente concediam maior destaque às variáveis nas quais sua performance era melhor e omitiam propositalmente indicadores nos quais seu desempenho era ruim. Por exemplo, uma empresa que tem alto índice de satisfação de seus funcionários e boa relação com a comunidade local, mas que produz alto índice de poluição e impacto ambiental negativo, informava apenas seu desempenho nas duas primeiras questões. É evidente, portanto, que as empresas que aderem voluntariamente a esse tipo de divulgação estão buscando melhorar sua imagem perante o público de forma geral, por meio do ganho de credibilidade na informação transmitida.

O GRI criou vários níveis de inscrição, o que fornece às empresas uma oportunidade de gradação nos níveis de divulgação. Empresas com o maior nível de inscrição (nível A), atualmente divulgam mais de 100 indicadores sobre o seu setor de indústria. O GRI é hoje o

_

²³ B3. *Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE)*. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-de-sustentabilidade/indice-de-sustentabilidade-empresarial-ise.htm. Acesso em: 15 abr. 2018.

²⁴ GLOBAL REPORT INITIATIVE. *About GRI*. Disponível em: https://www.globalreporting.org/information/about-gri/Pages/default.aspx. Acesso em: 15 abr. 2018

guia de reporte de informações de CSR mais popular entre as empresas, sendo utilizado por 75% das 250 maiores empresas do mundo no quesito de receita e 63% das 100 maiores empresas do mundo por país²⁵.

Outro exemplo de grande destaque é o UN Global Compact²⁶. Lançado em setembro do ano 2000 pelo então Secretário Geral das Nações Unidas, Kofi Annan, o acordo tem por objetivo fazer com que as empresas aderentes respeitem seus 10 princípios de direitos humanos, de bem-estar do trabalhador, de meio ambiente e anticorrupção²⁷. Desde seu lançamento, o código passou a ter mais de 13.000 participantes, incluindo 4.468 companhias e 5.237 pequenas e médias empresas. Além disso, essa mesma instituição cria metas de sustentabilidade para os próximos anos, que devem ser perseguidas conjuntamente por todas as empresas que aderem ao modelo. O objetivo das empresas que se filiam à iniciativa é o mesmo: demonstrar publicamente seu comprometimento com os princípios e metas ali desenvolvidos. Iniciativas como essa também podem servir como um guia para empresas que querem melhorar seus índices de responsabilidade social, que podem se orientar por meio do atendimento das medidas priorizadas pelas organizações externas.

Outro modelo semelhante é a certificação das empresas do Sistema B²⁸. Com o objetivo declarado de "construir um ecossistema favorável para fortalecer empresas que usam a força do mercado para solucionar problemas sociais e ambientais", as empresas interessadas na certificação devem atender a uma série de requisitos pré-definidos pela

²⁵ De acordo com o relatório anual de 2017 da KPMG sobre responsabilidade corporativa, disponível em: https://home.kpmg.com/content/dam/kpmg/campaigns/csr/pdf/CSR_Reporting_2017.pdf, acesso em: 14 jun. 2018. O ranking das 100 maiores empresas do mundo por receita foi retirado do relatório de 2016 da Fortune 500, disponível em: 1http://fortune.com/global500/2016, acesso em: 14 jun. 2018. O ranking das 100 maiores empresas do mundo por país levou em consideração uma amostra de 49 países, cf. p. 52 do relatório.

²⁶ UNITED NATIONS. UN Global Compact. Disponível em: https://www.unglobalcompact.org/what-isgc/mission. Acesso em: 15 abr. 2018. ²⁷ Os princípios são: "*Human Rights*

Principle 1: Businesses should support and respect the protection of internationally proclaimed human rights;

Principle 2: make sure that they are not complicit in human rights abuses.

Labour

Principle 3: Businesses should uphold the freedom of association and the effective recognition of the right to collective bargaining;

Principle 4: the elimination of all forms of forced and compulsory labour;

Principle 5: the effective abolition of child labour; and

Principle 6: the elimination of discrimination in respect of employment and occupation.

Principle 7: Businesses should support a precautionary approach to environmental challenges;

Principle 8: undertake initiatives to promote greater environmental responsibility; and

Principle 9: encourage the development and diffusion of environmentally friendly technologies. Anti-Corruption

Principle 10: Businesses should work against corruption in all its forms, including extortion and bribery. "(https://www.unglobalcompact.org/what-is-gc/mission/principles. Acesso em: 15 abr. 2018)

²⁸ SISTEMA B. *Quem Somos*. Disponível em: https://sistemab.org/br/quem-somos/. Acesso em: 15 abr. 2018.

instituição certificadora para receber o selo de empresa B. Esses requisitos são relacionados a matérias de sustentabilidade e responsabilidade social corporativa. Até o ano de 2017, o sistema já havia certificado 340 empresas, que juntas faturam 5,53 bilhões de dólares anuais. Tais números, juntamente com os demais apresentados, demonstram o interesse crescente das empresas por questões de sustentabilidade, relacionamento com a comunidade e preservação do meio ambiente.

Além de acarretar em melhora na imagem pública da empresa, o que se assemelharia a uma iniciativa de *marketing*, existiria alguma outra razão para as empresas buscarem a aderir a esses índices de sustentabilidade e metas globais e buscar certificações? Um dos objetivos desse trabalho é compreender o que leva uma empresa a querer ultrapassar os limites da simples geração de recursos e tomar iniciativas que efetivamente melhorem ou ajudem a preservar o meio ambiente e a comunidade.

1.2.2 Casos

O crescente interesse das empresas por questões de sustentabilidade não se refletiu apenas no surgimento dos relatórios e das certificações. Muitas empresas, espontaneamente ou por pressões do mercado, incluíram em suas agendas iniciativas, projetos e metas relacionadas à responsabilidade social e ambiental. A britânica Body Shop, por exemplo, possui desde a sua criação valores sociais declarados, como sustentabilidade, preocupação com a origem e o impacto de seus produtos, além do bom relacionamento com a comunidade. Tais valores são tão intrínsecos à empresa e sua cultura, que hoje são automaticamente associados à marca e seus produtos. Além disso, a empresa sempre esteve envolvida em uma série de iniciativas sociais e ambientais. Dentre elas o financiamento de campanhas do Greenpeace, a compra de matéria prima de fornecedores da Índia, de forma a ajudar o desenvolvimento do país, o projeto The Big Issue, voltado para moradores de rua e o investimento em campanhas de conscientização dos direitos humanos²⁹, são alguns dos exemplos. A empresa também apresenta como metas para o ano de 2020, reduzir o impacto ambiental de todos os seus produtos, assegurar que 100% de seus ingredientes naturais são rastreáveis e produzidos de forma sustentável, proteger 10.000 hectares de florestas e outros habitats, reduzir em 10% o consumo de energia de suas lojas, assegurar que 70% do total das

²⁹ Conforme informações divulgadas pela empresa, disponíveis em: http://www.thebodyshop.com/services/aboutus_history.aspx. Acesso em: 13 jun. 2018.

embalagens de seus produtos não possui combustíveis fósseis e que 100% de suas lojas utilizem energia renovável ou com carbono balanceado³⁰.

Outro exemplo de empresa que declara abertamente seus valores ambientais e sociais é a brasileira Natura. Esta empresa incluiu entre suas prioridades, em seu relatório Visão de Sustentabilidade 2050, a redução de emissões de gases do efeito estufa, a melhoria da relação com comunidades agroextrativistas e a justa remuneração pelos seus serviços, bem como o respeito aos ativos da biodiversidade³¹. Além disso, a Natura registrou seu compromisso com a sustentabilidade e o impacto social positivo em seu estatuto social, ao incluir um parágrafo que dispõe que o desenvolvimento das atividades relacionadas com seu objeto social levarão consideração os seguintes fatores: "(i) os interesses, de curto e longo prazo, da Companhia e de seus acionistas, e (ii) os efeitos econômicos, sociais, ambientais e jurídicos, de curto e longo prazo, em relação aos seus colaboradores, fornecedores, parceiros, clientes e demais credores, bem como das comunidades em que a Companhia atue local e globalmente."³²

O maior banco americano em volume de ativos³³, JPMorgan Chase, figurou como primeiro na *Change the World List* do ano de 2017 da revista Fortune, por investir 250 milhões de dólares anualmente em projetos para o desenvolvimento de comunidades. Os projetos priorizam o surgimento e desenvolvimento de pequenas empresas, o treinamento de habilidades profissionais de moradores e a revitalização de bairros. O banco também disponibiliza um grupo de assessores para ajudar os pequenos negócios locais a se desenvolverem³⁴. Segundo o presidente do banco, os investimentos se justificam pois a administração da instituição acredita que seus lucros não aumentarão enquanto a economia estiver estagnada. Para ele o crescimento do PIB dos Estados Unidos não será robusto novamente a menos que o país faça mais para revitalizar as cidades prejudicadas por empregos industriais perdidos. Tais declarações demonstram a noção de que a empresa está inserida dentro de um contexto social e que suas ações têm impacto na comunidade em que atua. Com apenas um dos programas, voltado para revitalizar a cidade de Detroit, por meio do fortalecimento do negócio imobiliário local, apoio a pequenos negócios e treinamento a

Conforme objetivos para o ano 2020 divulgados pela empresa. Disponível em: https://www.thebodyshop.com/en-gb/about-us/our-commitment. Acesso em: 13 jun. 2018.

³¹ Conforme informações da empresa disponíveis em: http://www.natura.com.br/e/sustentabilidade. Acesso em: 13 jun. 2018.

³² Conforme Estatuto Social da Natura Cosméticos S.A., datado de 20.04.2018. Disponível em: https://natu.infoinvest.com.br/governanca-corporativa/estatuto-codigos-e-politicas. Acesso em: 20 nov. 2018.

³³ Segundo classificação da publicação americana Bank Rate, do ano de 2018. Disponível em: https://www.bankrate.com/banking/americas-top-10-biggest-banks/#slide=1. Acesso em: 1 dez. 2018.

³⁴ FORTUNE. *America's biggest bank designs a blueprint for urban economic revival*. Disponível em: http://fortune.com/change-the-world/jpmorgan-chase/. Acesso em: 15 ago. 2018.

moradores para trabalhos sob maior demanda, o banco estima que tenha criado ou preservado aproximadamente 1.700 empregos, financiado 100 novos empreendimentos e atingido em média 15.000 pessoas com seus programas de treinamento. Tais ações não são vistas pela administração como filantropia e sim como parte do projeto de desenvolvimento e expansão de seus negócios a médio e longo prazo.

Esses exemplos ilustram que empresas dos mais variados portes e setores da economia, estão direcionando um volume cada vez maior de recursos para questões relacionadas a impactos socioambientais.

1.3 O acionista e o investimento social: Critérios utilizados na seleção de investimentos

Mathew Nelson, autor do artigo *The Importance of Nonfinancial Performance to Investors*³⁵, compilou resultados de pesquisa anual realizada pela Ernest Young (nos anos de 2013, 2015 e 2016), na qual a empresa de auditoria buscou investigar, por meio de perguntas direcionadas a diretores presidentes de grandes companhias e gestores de recursos dos maiores fundos de investimento do mundo, qual a importância dada a informações não financeiras ao tomar decisões de investimento³⁶.

De acordo com os resultados obtidos, os investidores acreditam que o principal fator que motiva as empresas a divulgarem informações relacionadas ao meio ambiente, ao social e à governança corporativa (*environmental, social and governance* – "ESG"), é o incremento da sua reputação junto aos consumidores e órgãos regulatórios. A maioria dos investidores acredita que empresas que não divulgam seus riscos de ESG podem sofrer impactos em seus negócios.

Os investidores entrevistados informaram que escândalos ambientais e sociais recentes os levaram a reavaliar as divulgações não financeiras e a olhar de forma mais atenta para as informações disponíveis. A *performance* não financeira exerceu papel fundamental

24

³⁵ MATHEW, Nelson. *The Importance of Nonfinancial Performance to Investors*. Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation. Abr. 2017. Disponível em: https://corpgov.law.harvard.edu/2017/04/25/the-importance-of-nonfinancial-performance-to-investors/. Acesso em: 18 jul. 2017.

O estudo completo feito pela Ernest & Yung pode ser acessado em: http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY -

_Nonfinancial_performance_may_influence_investors/\$FILE/ey-nonfinancial-performance-may-influence-investors.pdf. Acesso em: 18 jul. 2017.

nas decisões de investimento da maioria dos entrevistados no ano de 2016 e em número maior em percentual de investidores do que nos anos anteriores.

O movimento de investimento em companhias socialmente responsáveis recebeu grande estímulo em fevereiro de 2016, quando o CEO (*chief executive officer*) da BlackRock (a maior administradora de recursos do mundo³⁷) enviou um memorando para os demais CEOs das 500 maiores empresas listadas na Standard & Poors e para as maiores empresas da Europa. A correspondência, de forma resumida e em tradução livre, continha a seguinte mensagem: foquem mais na criação de valor de longo prazo do que em investimentos que pagam dividendos a curto prazo; sejam abertos e transparentes sobre planos de crescimento; e foquem em fatores ambientais, sociais e de governança porque eles terão impactos financeiros reais e quantificáveis³⁸.

Na pesquisa realizada os investidores demonstraram amplo apoio às questões de ESG expressadas no memorando do CEO da BlackRock. Mais de 80% dos respondentes concordou com os 4 principais pontos do memorando: (i) que os CEOs devem apresentar estratégias de longo prazo revisadas a cada ano; (ii) que as companhias não consideraram as questões ambientais e sociais como parte do núcleo essencial de seus negócios por tempo demais; (iii) que a geração de retornos sustentáveis ao longo do tempo requer um foco mais apurado em fatores de ESG; e (iv) que as questões de ESG possuem impactos de longo prazo reais e quantificáveis.

_

³⁷ Segundo ranking elaborado pela Investment & Pensions Europe (I&PE). Disponível em: https://www.ipe.com/reports/special-reports/top-400-asset-managers/top-400-asset-managers-2017-a-new-improved-business/10019291.article. Acesso em: 18 jul. 2017.

³⁸ O texto original da carta é o seguinte: "Over the past several years, I have written to the CEOs of leading companies urging resistance to the powerful forces of short-termism afflicting corporate behavior. Reducing these pressures and working instead to invest in long-term growth remains an issue of paramount importance for BlackRock's clients, most of whom are saving for retirement and other long-term goals, as well as for the entire global economy.

While we've heard strong support from corporate leaders for taking such a long-term view, many companies continue to engage in practices that may undermine their ability to invest for the future. (...)

Generating sustainable returns over time requires a sharper focus not only on governance, but also on environmental and social factors facing companies today. These issues offer both risks and opportunities, but for too long, companies have not considered them core to their business – even when the world's political leaders are increasingly focused on them, as demonstrated by the Paris Climate Accord. Over the long-term, environmental, social and governance (ESG) issues – ranging from climate change to diversity to board effectiveness – have real and quantifiable financial impacts.

At companies where ESG issues are handled well, they are often a signal of operational excellence. BlackRock has been undertaking a multi-year effort to integrate ESG considerations into our investment processes, and we expect companies to have strategies to manage these issues. Recent action from the U.S. Department of Labor makes clear that pension fund fiduciaries can include ESG factors in their decision making as well. We recognize that the culture of short-term results is not something that can be solved by CEOs and their boards alone. Investors, the media and public officials all have a role to play. In Washington (and other capitals), long-term is often defined as simply the next election cycle, an attitude that is eroding the economic foundations of our country. (...)"

Matt Whineray, diretor de investimentos da *New Zealand Superannuation Fund* (que administra NZ30 bilhões), afirma que fatores de ESG podem ajudar a identificar novas oportunidades e a administrar investimentos de risco de longo prazo, evitando problemas de *performance* nas companhias que podem advir de uma governança frouxa ou de práticas ambientais e sociais fracas. O diretor baseou sua afirmação em dois estudos meta-analíticos da Oxford University em conjunto com a *Arabesque Asset Management* e um apresentado em 2012 pelo Deustche Bank, que serão analisados em detalhe no próximo capítulo³⁹.

O autor observa que, após três anos de pesquisa (2013, 2015 e 2016), eventos recentes e iniciativas globais ofereceram evidência suficiente de que as informações de ESG exercem influência cada vez maior no processo de decisão de investimento. Os investidores, cada vez mais, percebem que existem riscos e benefícios materiais contidos nas informações não financeiras de empresas emissoras de valores mobiliários e que, entendendo esses riscos e benefícios, eles podem evitar o lado negativo e se benefíciar de um *valuation* (avaliação do valor da empresa) que considera as atividades empresariais não financeiras.

Em cada um dos anos estudados indagou-se a investidores o quão frequentemente a performance não financeira de uma companhia havia exercido papel fundamental em suas decisões de investimento nos últimos 12 meses. Em 2016, 68% respondeu que as informações não financeiras exerceram uma influência significativa frequente ou ocasionalmente, contra 52% e 58% em 2015 e 2013, respectivamente. Conclui-se, assim, que o número de investidores que se baseiam em informações não financeiras ao tomarem decisões de investimento – especialmente aqueles que o fazem ocasionalmente – cresceu de forma expressiva. De outro lado, a porcentagem de investidores que consideram informações não financeiras ou de ESG como imaterial ou trivial tem diminuído. Quando questionados sobre as razões de não incluírem informações de ESG em seu processo decisório em 2016, 16% dos investidores afirmou que não estava claro se informações não financeiras eram materiais ou poderiam ter algum impacto financeiro. Essa porcentagem representa queda dramática em relação a 2015, quando 52% dos respondentes fez a mesma afirmação e, mais ainda, em

_

³⁹ "Whineray points to two meta-studies that support the business case for ESG investing. A 2015 report by Oxford University and Arabesque Asset Management—based on more than 200 academic studies, industry reports, newspaper articles and books—found that 88% of the research reviewed shows "solid ESG practices" at companies lead to better operational performance, and that 80% of the studies analyzed showed that a company's stock performance is positively influenced by good sustainability practices. Another report, by Deutsche Bank in 2012, which looked at more than 100 academic studies, concluded that ESG factors are correlated with superior risk-adjusted returns. The Deutsche Bank study also found that academic studies that tracked fund returns in the "socially responsible investing (SRI)" category may have turned up mixed or neutral results because many SRI managers have historically used exclusionary screens rather than the positive best-inclass investment approaches favored by ESG investors."

relação a 2013, quando o número de respondentes nesse sentido foi de 60%. Sobre as razões para essa desconsideração, as respostas obtidas foram as seguintes⁴⁰:

"When asked about why they wouldn't consider ESG issues in their decision-making, 42% of respondents in 2016 indicated that nonfinancial information is often inconsistent, unavailable or not verified, up from 32% in 2015 and 20% in 2013. Similarly, a growing plurality of respondents say nonfinancial measurements are seldom available for comparison with those of other companies, which gamered a 42% response in the 2016 survey, up from 16% in 2015 and 20% in 2013.

Finally, investors views on the quality of nonfinancial information provided by issuers may serve as a poignant wakeup call to chief financial officers and their corporate peers who seek the attention of institutional investors. Asked whether companies adequately disclose ESG risks that could affect their current business models, more than 80% of respondents said no. A solid majority – 60% - called for companies to disclose these risks more fully."

Esses números demonstram que os investidores estão mais exigentes no que se refere à quantidade e qualidade das informações não financeiras divulgadas pelas sociedades investidas ou com potencial para investirem.

Um dos principais benefícios da análise de ESG para investidores é a possibilidade de medir e evitar riscos. Quando questionados sobre o quanto a informação de um possível risco ou histórico de baixa governança em um investimento poderia afetar sua decisão de investir, 39% dos respondentes na pesquisa de 2016 disse que iria se desfazer do investimento imediatamente, comparados a 27% em 2015 e 30% em 2013. Quando perguntados sobre as divulgações de risco aos direitos humanos em operações, 32% afirmaram que abandonariam o investimento imediatamente comparados a 19% e 22% em 2015 e 2013, respectivamente.

A principal razão para reconsiderarem um investimento, por 76% dos respondentes da pesquisa, foi o risco ou histórico de baixa *performance* ambiental, seguido pelo risco de escassez de recursos em 75% e risco de mudanças climáticas em 71%.

O autor destacou também uma mudança na preferência do tipo de informação sobre ESG que os investidores esperam encontrar nas divulgações anuais das empresas. Há anos, na década de 90, investidores preferiam ênfase na saúde e segurança dos trabalhadores, especialmente nos relatórios de empresas da indústria pesada, como as dos setores de mineração e óleo e gás. Atualmente esse tipo de informação continua importante, mas as companhias já divulgam essas informações e administram esses riscos no curso normal de

⁴⁰ MATHEW, Nelson. op. cit. p.4.

seus negócios. Isso significa dizer que tais questões já estão incorporadas na administração usual das companhias. O foco dos investidores mudou para outras questões mais recentes de ESG, como mudança nas expectativas sociais, impacto de tecnologias disruptivas, mudanças demográficas, escassez de água e outros recursos, mudanças climáticas e pagamento de executivos pós crises financeiras.

Atualmente até mesmo informações sobre riscos cibernéticos podem ser associadas a divulgações de ESG: como um problema de governança, do ponto de vista da administração e prevenção de vazamentos ou invasões, e como um problema social, por conta do potencial de criação de problemas com a fidelização dos consumidores no caso de um vazamento de informações privadas para o domínio público.

As informações de ESG também estão evoluindo na medida em que as empresas emitem dados mais diretos, com menos filtros. Por exemplo, atualmente a Bloomberg monitora e agrega "o índice de frequência de acidentes" das empresas, avaliando os acidentes de trabalho das empresas como um indicador, calculado à razão das horas totais de trabalho dos empregados contra o número total de acidentes declarados. Métricas de saúde e segurança também estão sendo frequentemente divulgadas pelas companhias nos seus relatórios de sustentabilidade. Os investidores podem utilizar este tipo de informação para medir a força da cultura de segurança de uma empresa e incorporá-la à sua análise de investimento.

Ao final de seu estudo, Mathew Nelson conclui que um número cada vez maior de investidores está utilizando informações não financeiras em suas análises de investimento.

1.3.1 O problema da divulgação dos relatórios de sustentabilidade

Sobre a questão da qualidade e do conteúdo das divulgações dos relatórios de sustentabilidade das empresas, a Deloitte publicou estudo voltado para investigar quais itens realmente importam para o mercado nas divulgações de valores de longo prazo das companhias⁴¹.

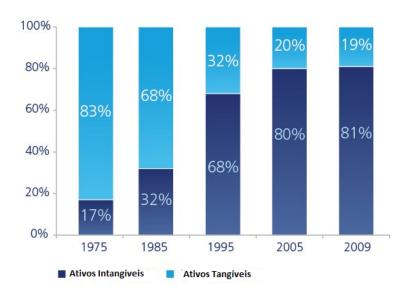
Segundo o estudo, o valor de longo prazo das empresas só pode ser criado e sustentado se os ativos subjacentes – financeiro, humano, manufaturado, social ou natural – não forem exauridos e, em muitos casos, puderem ser aumentados. As métricas não

⁻

⁴¹ HESPENHEIDE, Eric J. e KOEHLER, Dinah A. *Disclosure of long-term business value:* what matters? Deloitte Insights, 18 jul. 2013. Disponível em: https://www2.deloitte.com/insights/us/en/topics/corporate-responsibility/disclosure-of-long-term-business-value.html. Acesso em: 14 jun. 2018.

financeiras (intangíveis) oferecem uma visão relevante sobre as estratégias de longo prazo de uma organização, que dependem de capital intelectual, lealdade de seus consumidores e resiliência às constantes mudanças nas demandas de mercado. Os ativos financeiros das empresas incluem pesquisa e desenvolvimento, marca, reputação, administração de externalidades sociais e ambientais e licenças para operar. Em resumo, as métricas financeiras fornecem um panorama da *performance* de curto prazo da empresa enquanto as métricas não financeiras seriam a melhor maneira de medir a criação de valor de longo prazo.

Prova dessa mudança de paradigma é a alteração nas métricas de avaliação das 500 maiores empresas em valor de mercado da Standard and Poors ("S&P"). Enquanto no ano de 1975, 83% das métricas referiam-se a ativos tangíveis, no ano de 2009 o gráfico estava invertido, de forma de 81% das métricas referiam-se a ativos intangíveis⁴².



Com um número cada vez maior de empresas considerando questões de ESG como parte de sua estratégia de administração de riscos, a competição entre as empresas também passará a ser definida pela forma como seus administradores aprendem a mitigar esses riscos e a se beneficiar das oportunidades que resultarem desse processo.

No entanto, a Deloitte identificou que ainda é frequente ocorrer descasamento entre o tipo de informação de ESG que as companhias publicam e os dados que realmente levam os administradores e os investidores a decidirem pelo investimento. Por essa razão, a Deloitte aponta a importância de que as empresas foquem no princípio da materialidade das

-

⁴² HESPENHEIDE, Eric J. e KOEHLER, Dinah A. op. cit.

informações como um filtro para seleção de quais informações de ESG serão divulgadas⁴³. A materialidade para informações de ESG, assim como para qualquer outro componente de uma decisão de investimento, deve ser relacionada aos impactos que a questão terá na avaliação da empresa (como, por exemplo, avaliando os prospectos de ganhos futuros, ou potenciais impactos nas responsabilidades e riscos nas demonstrações financeiras).

Para alguns administradores, o processo de entender quais medidas de ESG são materiais significa um trabalho constante de consulta individual a cada *stakeholder*⁴⁴ e administração de riscos ao longo do ano. A informação e a inteligência adquiridas com esse processo normalmente são usadas para orientar o processo de divulgação de informações e para melhorar o processo de resposta da companhia às demandas dos *stakeholders*. Empresas como a Shell e a SAP organizam painéis com seus *stakeholders* para discutir questões que podem ser materiais. Outras companhias desenvolvem questionários para entender as impressões de seus *stakeholders*.

Compreender qual informação é material, tanto para o negócio quanto para os stakeholders significa que os administradores precisam balancear resultados financeiros com uma gama de resultados não financeiros, medidos em uma variedade de unidades e horizontes temporais diferentes. Eles também precisam entender como os stakeholders vêem o comportamento da companhia e o que marca o limite entre o comportamento empresarial responsável e o irresponsável.

Os investidores esperam que as companhias apresentem os dados de ESG de forma quantitativa e que sejam informados consistentemente ao longo de vários anos, sendo propícias as comparações dentro e entre setores. Infelizmente isso não é o que ocorre, ao menos por enquanto. O GRI concluiu que a identificação de quais tópicos de ESG são materiais para cada empresa é um dos temas mais difíceis e menos desenvolvidos e esquematizados dentre os aspectos da divulgação de informações pelas companhias.

Por essa razão, em vez de confiar nas informações ESG divulgadas pelas empresas, um número crescente de investidores prefere construir seus próprios bancos de dados ESG ou usar dados de provedores de dados ESG (como MSCI, Asset4 ou Trucost). Quando possível, os investidores interessados usam as informações ESG para avaliar as implicações de risco e

30

⁴³ De acordo com a Deloitte, com base na SAB 99 e na IAASB *Framework for the Preparation & Presentation of Financial Statements* (parágrafo 30), uma questão é "material" se existe uma probabilidade substancial de que uma pessoa razoável, confiando no relatório possa mudar sua opinião ou ser influenciada pela inclusão ou correção do item. Da mesma forma, uma informação é "material" se sua omissão ou distorção podem influenciar as decisões econômicas de usuários tomadas com base nas demonstrações financeiras. A materialidade depende do tamanho do item ou do erro avaliados nas circunstâncias particulares da omissão ou da distorção.

⁴⁴ O conceito de *stakeholder* será detalhadamente apresentado no item 2.1.

retorno, a qualidade da administração, envolver-se com empresas e informar o voto por procuração e desenvolver produtos ou carteiras de investimento personalizados. Segundo Dan Hanson, gerente de carteiras da BlackRock administradora de recursos, independentemente de aplicarem explicitamente o rótulo "ESG" a essas características, os investidores consideram rotineiramente a cultura corporativa, o comportamento gerencial, o envolvimento de funcionários e clientes e as questões de governança como insumos fundamentais na tomada de decisões de investimento.

A questão é que, como a divulgação de informações de ESG ainda é voluntária e, muitas vezes, sequer é validada por terceiros, os dados podem ser inconsistentes ou mesmo não comparáveis entre empresas. Investidores reclamam que os relatórios, por vezes, incluem apenas informações favoráveis sobre os esforços de sustentabilidade da empresa e que a omissão sobre informações negativas pode confundir o seu julgamento. A possibilidade de seleção de quais indicadores serão utilizados por cada uma das empresas também dificulta a comparabilidade entre elas, mesmo pertencentes ao mesmo setor industrial.

Um estudo feito entre os anos de 2005 e 2009 com mais de quatro mil relatórios de sustentabilidade demonstrou número significante de omissão de dados e informações imprecisas, além de irregularidades nas divulgações de informações sobre emissão de carbono em mais da metade das empresas estudadas, incluindo informações omitidas sobre subsidiárias e operações em alguns países⁴⁵.

Além disso, aqueles que preparam os relatórios, os auditores e as pessoas que os utilizam usualmente não concordam quanto à materialidade das informações. Pesquisas demonstraram que as pessoas que leem os relatórios tendem a ter limites de materialidade mais baixos que aqueles que os preparam (e os auditores), e o interesse pelas informações de ESG costuma variar entre analistas de investimento em ações e os investidores de renda fixa. Por exemplo, os primeiros estão mais interessados em informações de ESG e questões como emissão de gases, ao passo que os segundos estão mais interessados em divulgações sobre a governança da companhia.

Assim, como regra, os administradores de empresas acabam sopesando o que deve ser considerado material dentre as demandas dos *stakeholders* com base na sua percepção sobre a legitimidade, a urgência o poder relativo de cada *stakeholder*, além de considerar seus valores e interesses subjetivos, que são de difícil comparação. O resultado dessa avaliação

-

LEEDS UNIVERSITY. *Doing good - or just talking about it?* 25 nov. 2011. Disponível em: https://www.leeds.ac.uk/news/article/2696/doing good or just talking about it. Acesso em: 15 jun. 2018.

nem sempre contribui para os esforços da administração em construir um valor de longo prazo para o negócio.

A Deloitte concluiu que os tópicos de ESG podem ser entendidos com uma cascata linear de decisões interconectadas. O processo deve começar com os *stakeholders* que decidem se reagem ou não ao comportamento corporativo com certa probabilidade. Nem todas as ações da empresa disparam uma reação de seus *stakeholders*. Reações dos *stakaholders* podem ser boicotes, ativismo, desinvestimento, busca por outro emprego ou comprar mais ou menos determinado produto. A força de uma reação depende do nível de importância que ela terá dentro do contexto da sustentabilidade. A percepção dos *stakeholders*, que é subjetiva e específica para cada contexto, estabelece que tipo de tópico de ESG é relevante e tem potencial de se tornar material para a companhia. *Stakeholders* também auxiliam a companhia a entender quais objetivos de ESG devem ser considerados em sua estratégia de negócios.

Uma vez que os tópicos relevantes são identificados com base nas informações dos stakeholders internos e externos, a companhia deve buscar identificar quais deles são materiais. O filtro de materialidade deve considerar quais tópicos de ESG possuem o maior potencial de impactar a avaliação da companhia dentro de um período de tempo prédeterminado pela administração. Isso pode incluir questões como perder uma licença de operação, impacto sobre o fluxo de caixa, e perdas reputacionais ou de valor de marca, dentre outros. O filtro de materialidade da empresa também deve capturar seus riscos operacionais, sua vulnerabilidade às questões de ESG, relativamente à sua resiliência. A vulnerabilidade de uma empresa é influenciada por riscos regulatórios (presentes e futuros), pela volatilidade de materiais e preços, catástrofes naturais e a sua habilidade de influenciar entidades acima (upstream) e abaixo (downstream) na cadeia para mitigar riscos. Mesmo riscos de baixa probabilidade que deem causa a um impacto material nos negócios devem ser considerados, especialmente se o impacto for significativo. Questões com impacto indireto, como riscos inerentes fora do controle imediato da companhia (fornecimento de água ou baixa na colheita em razão de aumento da temperatura, por exemplo), não podem ser automaticamente desconsiderados. Finalmente, mudanças na demanda e tendências nas preferências dos consumidores podem criar riscos, mas também podem revelar novas oportunidades para gerar valor de longo prazo. Colocadas dessa maneira, evidencia-se que os administradores das empresas são obrigados a dedicar esforços, tempo e dinheiro suficientes para implementar processos e controles que os ajudem a assegurar uma divulgação de tópicos de ESG precisa, temporal e completa, e utilizar esses dados como suporte para os processos internos de tomadas de decisão.

1.3.2. O relatório integrado

Desde a criação dos relatórios de sustentabilidade, diversas crises financeiras mundiais (como a de 2008, por exemplo⁴⁶) e incidentes ambientais ou sociais graves envolvendo empresas (a recente tragédia da Samarco mineradora na cidade de Mariana, por exemplo⁴⁷) demonstraram que os modelos de divulgação de dados financeiros e de sustentabilidade não fornecem informações relevantes suficientes para o público e que uma transparência ainda maior entre empresas e investidores é necessária. Mais especificamente, investidores demonstraram a necessidade de informações mais precisas e transparentes nos relatórios sobre os desafios e as interdependências entre as informações de ESG da empresa e sua performance financeira. Por esta razão, doutrina e institutos voltados para a divulgação de relatórios de sustentabilidade passaram a estimular as empresas a adotar o chamado Relatório Integrado ("RI"), no qual informações não financeiras são divulgadas juntamente com as informações financeiras da companhia, de forma a demonstrar o impacto de cada uma dessas variáveis sobre a outra. Esta mudança de paradigma evidenciaria melhor para os investidores a conexão entre informações financeiras e informações de ESG, além de representar uma mudança na forma como as empresas tradicionalmente enxergam a CSR e sua divulgação (com um foco em filantropia e ética), para um reporte de métricas sociais, ambientais e de governança como componentes da estratégia de longo prazo da empresa⁴⁸.

De acordo com o *International Integrated Reporting Council* (IIRC), existem inúmeros benefícios na adoção do Relatório Integrado, dentre os quais destaca-se: a) a informação divulgada demonstra-se mais alinhada com as necessidades dos investidores; b) estabelece-se um nível mais elevado de confiança com acionistas e investidores chave; c) propicia melhores decisões de alocação de recursos, incluindo redução de custos para as organizações; d) melhora a administração de risco; e) diminui riscos reputacionais; e e)

_

⁴⁶ Conforme descrito em: CASTRO, José Roberto. *Dez anos da crise de 2008: colapso, consequências e lições.* Nexo, 13 set. 2018. Disponível em: https://www.nexojornal.com.br/expresso/2018/09/13/Dez-anos-da-crise-de-2008-colapso-consequ%C3%AAncias-e-li%C3%A7%C3%B5es. Acesso em: 2 jan. 2019.

⁴⁷ Conforme descrito em: LOPES, Luciano M. N. *O rompimento da barragem de Mariana e seus impactos socioambientais*. PUC Minas. Sinapse Múltipla, 5(1), jun.1-14, 2016. Disponível em: file:///Users/lunaguimaraes/Downloads/11377-44451-1-PB.pdf. Acesso em: 2 jan. 2019.

⁴⁸ FULTON, Mark; KAHN, Bruce M.; SHARPLES, Camilla. op. cit. p.16.

diminui custos e facilita o acesso ao capital, uma vez que melhora o nível de divulgação para acionistas e *stakeholders*.

Atualmente, 78% das 250 maiores empresas do mundo em termos de receita já divulgam relatório de sustentabilidade de forma integrada com o financeiro (o chamado relatório integrado), o que demonstra que ao menos as grandes empresas já estão conscientes da importância dessas métricas para a tomada de decisão dos investidores⁴⁹. No entanto, o índice de adesão entre empresas de médio e pequeno porte ainda é baixo.

_

⁴⁹ De acordo com o relatório anual de 2017 da KPMG sobre responsabilidade corporativa, disponível em: https://home.kpmg.com/content/dam/kpmg/campaigns/csr/pdf/CSR_Reporting_2017.pdf, acesso em: 14 jun. 2018.

PARTE II

2. Função e Finalidades da empresa: principais correntes doutrinárias

Desde o início, a realização de investimentos sociais e ambientais pelas empresas foi objeto de intenso debate. Enquanto renomados autores e teóricos posicionavam-se frontalmente contra tal possibilidade, algumas teorias tentaram sustentar essa possibilidade. Destacaremos, nesse trabalho, duas delas: a Teoria dos *Stakeholders* e a Teoria da Responsabilidade Social Corporativa, por serem as mais abrangentes e proeminentes dentre aquelas que se relacionam com a discussão que se pretende apresentar.

2.1. Teoria dos Stakeholders

Um dos expoentes da Teoria dos *Stakeholders*, Edward Freeman, em seu livro *Strategic Management: A Stakeholder Approach*⁵⁰, conceituou *stakeholder* como "todo aquele que influencia ou é influenciado pelo atingimento dos objetivos da companhia" ⁵¹. Criticado pela amplitude da definição, o autor se defendeu afirmando que não se preocupou em, naquele momento, delimitar detalhadamente conceitos. O objetivo principal de sua obra era apontar um dos pilares da doutrina dos *stakeholders*, qual seja, a diretriz normativa de que o administrador, no exercício de sua função, deve atender e coordenar os interesses dos diversos *stakeholders* da companhia - e não apenas de seus acionistas. À época de sua publicação a teoria foi considerada inovadora e disruptiva por representar um contraponto à teoria tradicional da supremacia dos interesses dos acionistas, segundo a qual a sociedade deve ser gerida no interesse de seus sócios, tendo como objetivo precípuo a geração de lucros. Sobre este ponto, destacamos o seguinte trecho do autor⁵²:

_

⁵⁰ FREEMAN, Robert Edward. Strategic management. A stakeholder approach. Boston: Pitman, 1984. p.46.

⁵¹ Esta definição foi primeiramente utilizada por Thompson em "THOMPSON, James D. *Organizations in action: Social science bases of administrative theory*. New Brunswick, New Jersey: Transaction Publishers, 1967" e futuramente empregada por Freeman.

⁵² FREEMAN, Robert Edward. op.cit. p.90.

Given the importance of values and management style, as well as the shifts in the business environment, we can redefine the notion of enterprise level strategy to more closely align "social and ethical concerns" with traditional "business concerns". Part of the difficulty in setting direction for a company is understanding the impact of changes in business strategy on the underlying values of the firm, and to understand the new stakeholder relationships which will be charted as a result. Major changes in direction cannot be accomplished without an understanding of the impact on stakeholders, especially those groups which are very "close" to the managers such as employees, unions, customers, etc. Direction setting is inherently tied to understanding what the managers and employers of a corporation stand for.

Posteriormente à publicação da obra, muitos autores procuraram apresentar contribuições para melhor definição e identificação de quem seriam os principais *stakeholders* da companhia⁵³. Clarkson adotou definição restrita, afirmando que apenas os *stakeholders* primários, ou seja, aqueles sem os quais a empresa deixaria de existir, teriam maior importância⁵⁴. Os demais (secundários) deveriam ser relegados a segundo plano no que se refere à preocupação dos administradores em atender seus interesses.

Já Mitchell, Angle, e Wood⁵⁵ adotaram definição mais abrangente ao criticarem as limitações de se caracterizar os *stakeholders* apenas entre primários e secundários para classificar sua importância. Como contraponto os autores criaram a teoria da saliência dos *stakeholders*, utilizando-se de uma tipologia que permitiria facilitar o reconhecimento de situações específicas e explicar, do ponto de vista da gestão, como os administradores priorizam o relacionamento com *stakeholders*. Os autores classificaram os *stakeholders* por três atributos: poder, legitimidade e urgência de suas reivindicações. O poder seria a capacidade da parte de ter ou passar a ter acesso a meios normativos, coercitivos ou utilitários que permitam a imposição da sua vontade na relação com a companhia. Trata-se, no entanto, de característica provisória e instável. O poder se ganha e se perde. Já a legitimidade é

-

⁵³ Sobre essa questão, cabe trazer uma complementação apresentada por Boaventura: "(...) o conceito de stakeholder proposto por Freeman (1984), referindo-se a um indivíduo ou grupo, posteriormente, na literatura de CSP se estendeu para sociedade e meio ambiente (Carroll & Buchholtz, 2000; Irwin, 2002). Considerar o meio ambiente um stakeholder implica em uma extensão do conceito original da teoria dos stakeholders. Turcotte, Bellefeuille, e Hond (2007) explicam que esta extensão é aceita em função de que as questões do meio ambiente são de interesse de vários stakeholders, a exemplo de clientes, investidores, organiza- ções não governamentais e governo, e as empresas, por sua vez, respondem a estas questões em função da pressão destes stakeholders e daí é possível considerar o meio ambiente como variável de CSP." (BOAVENTURA, João Maurício. et. al. Performance Financeira Corporativa e Performance Social Corporativa: Desenvolvimento Metodológico e Contribuição Teórica dos Estudos Empíricos. Revista de Contabilidade e Finanças – USP. São Paulo, v.23, nº60, p.232-245, set./out./nov./dez. 2012. p.235.)

⁵⁴ CLARKSON, Max B. E. *A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance*. Academy of Management Review, vol.20, n°1, p.92-117, jan.1995.

⁵⁵ MITCHELL, Ronald K.; AGLE, Bradley R.; WOOD, Donna J. *Toward a theory of stakeholder identification and salience: defining the principle of who and really counts*. Academy of Management Review, vol.22, n°4, p. 853-886, out.1997.

definida pelos autores como a percepção generalizada de que as ações de uma entidade são desejáveis e apropriadas em algum sistema social construído de normas, valores, crenças e definições⁵⁶. Apesar de reconhecerem a dificuldade de delimitar e operacionalizar essa definição, ela foi escolhida por apresentar implicitamente a ideia de que a legitimidade é um bem social desejável, maior e mais amplo do que uma mera percepção pessoal, que pode ser definida e negociada de formas diferentes nos vários níveis de uma organização. Por fim, para capturar o dinamismo das relações, eles incluem o terceiro atributo, que é a urgência. A urgência, entendida pelos autores como imperativa e motriz, somente estaria presente se: a) um relacionamento ou uma necessidade for sensível ao tempo, ou seja, o atraso no atendimento do relacionamento ou necessidade é inaceitável para algum *stakeholder*; e b) esse relacionamento ou necessidade é importante para algum *stakeholder*, ou seja, existe criticidade.

Baseados nessa ideia os autores criaram um gráfico que ilustra 8 categorias de *stakeholders* de acordo com a combinação dos atributos que estes possuem: 1) os inativos (que possuem apenas poder); 2) os discricionários (legitimidade); 3) os exigentes (urgência); 4) os dominantes (possuem poder e legitimidade); 5) os perigosos (poder e urgência); 6) os dependentes (legitimidade e urgência); 7) os definitivos (poder, legitimidade e urgência); e (8) não *stakeholders* (que não possuem qualquer dos atributos).

Alguns anos após o lançamento da obra de Freeman, Donaldson e Preston⁵⁷ os autores ofereceram nova abordagem aos estudos sobre a matéria, ao atribuírem três dimensões à Teoria dos *Stakeholders*: descritiva, instrumental e normativa. Segundo os autores, a abordagem descritiva ocorre quando uma empresa utiliza o modelo trazido pela Teoria dos *Stakeholders* para representar e entender as suas relações e papéis nos ambientes externo e interno. Já a abordagem instrumental trata das situações em que o modelo é usado como ferramenta de gestão pelos administradores, ou seja, quando passa a ter aplicação prática na realidade da gestão da companhia. Por fim, a normativa refere-se a um comando da teoria, ou seja, independente da realidade, a abordagem normativa informa como algo "deve ser". Pela abordagem normativa da Teoria dos *Stakeholders* os administradores devem conferir a estes importância intrínseca⁵⁸.

⁵⁶ Nessa passagem Mitchell, Angle, e Wood utilizam-se da definição de legitimidade apresentada por Mark C. Suchman em *Managing Legitimacy: Strategic and institucional approaches*. Academy of Management Review, vol. 20, n°3, p.571-610, jul.2015.

⁵⁷ DONALDSON, Thomas; PRESTON, Lee E. *The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications*. Academy of Management Review, vol.20, n°1., p.65-91, jan. 1995.

Em análise da função da empresa Clarkson⁵⁹ afirmou que seria criar e distribuir riqueza aos *stakeholders* primários. Posteriormente, Evan e Freeman afirmaram que a empresa deveria ser administrada em benefício de seus *stakeholders*⁶⁰ e servir de veículo para a coordenação dos seus interesses. Nota-se na obra desses autores claro viés revolucionário no sentido de não só trazer à baila uma discussão sobre a importância da gestão do ponto de vista do administrador, mas por sugerirem reflexão a respeito da própria razão ou objetivo para a existência das empresas. Esse, no entanto, não é o objetivo de todos os autores da *Teoria dos Stakeholders*.

Neste trabalho filiamo-nos à corrente mais moderada da teoria, denominada por Jensen, em tradução livre, Teoria Esclarecida dos *Stakeholders*⁶¹, ⁶². Trata-se de derivação que afirma que o administrador deve realizar a coordenação dos interesses dos *stakeholders* da empresa, mas deve fazê-lo visando, finalisticamente, ao aumento do valor da empresa⁶³.

A respeito do tema objeto deste trabalho, a abordagem instrumental da teoria dos *stakeholders* sugere uma relação positiva entre a *performance*⁶⁴ social corporativa (CSP)⁶⁵,⁶⁶ e a *performance* corporativa financeira (CFP). De acordo com a teoria a satisfação dos vários

⁵⁹ CLARKSON, Max B. E. Corporate social performance in Canada. In PRESTON, Lee E. (Ed.). Research in corporate social performance and policy. Greenwich: JAI Pres, 241-265, 1988. In: BOAVENTURA, João Maurício. et. al. op. cit. p.234.

⁶⁰ EVAN, William M.; FREEMAN, Robert Edward. *A Stakeholder Theory of the Modern Corporation: Kantian Capitalism*. In: BEAUCHAMP, Tom L.; BOWIE, Norman E. *Ethical theory and business*. 3^aed. Englewood Cliffs, N.J: Prentice Hall, 1988. p.103.

⁶¹ JENSEN, Michael. C. *Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function.* Journal of Applied Corporate Finance, v.14, n° 3, p.8-21, 2001. p.9.

⁶² Nas palavras de Jensen: "Enlightened stakeholder theory, while focusing attention on meeting the demands of all important corporate constituencies, specifies long-term value maximization as the firm's objective. In so doing, it solves the problems arising from the multiple objectives that accompany traditional stakeholder theory by giving managers a clear way to think about and make the tradeoffs among corporate stakeholders."

⁶³ Para fins deste estudo, ao nos referirmos a "valor" da empresa, empregamos o conceito de valor presente líquido (VPL), por ser este um método usualmente utilizado para precificação de empresas.

⁶⁴ Para fins deste trabalho a palavra "performance" será utilizada como sinônimo para o desempenho ou o resultado das atividades de uma empresa em um determinado período de tempo.

⁶⁵ A performance social corporativa foi definida por Wood como "a business organization's configuration of principles of social responsibility, processes of social responsiveness, and policies, programs, and observable outcomes as they relate to the firm's societal relationships". (WOOD, Donna J. Corporate Social Performance Revisited. Academy of Management Review, vol. 16, n°4, p. 691-718, out. 1991. p.693.)

⁶⁶ Importante destacar que a maioria dos estudos sobre a performance social corporativa inclui indicadores de performance ambiental corporativa. A razão dessa configuração foi assim justificada por Orlitzky: "Studies of environmental management and CFP are included in the metaanalysis for several reasons. First, several studies, especially earlier ones, use environmental performance as a proxy for social responsibility. Second, stakeholder proxies, such as environmental interest groups and government agencies, may in fact give voice to, or claim a social 'stake' for, non-human nature (Starik 1995). Lastly, the business community tends to regard social responsibility as including both social and environmental performance (for example, Willums 1999)." (ORLITZKY, Marc; SCHMIDT, Frank L.; RYNES, Sarah L. Corporate social and financial performance: a meta-analysis. Organization Studies, v.24, n.3, p. 403-441, 2003. p.412.)

grupos de *stakeholders* é instrumental para a *performance* financeira da empresa⁶⁷. Adicionalmente, ao gerenciar e contrabalançar os interesses de múltiplos *stakeholders* os administradores podem aumentar a eficiência da adequação da empresa às demandas externas⁶⁸.

Berman⁶⁹ afirma, ainda, que a empresa terá resultado superior se empregados os preceitos normativos da Teoria dos *Stakeholders*, ao passo que Jones⁷⁰ postula que empresas que estabelecem relacionamentos com seus *stakeholders* baseados na confiança adquirem vantagem competitiva sobre as demais.

2.2. Teoria da Responsabilidade Social Corporativa

A Teoria da Responsabilidade Social Corporativa, que tem bases semelhantes e muitos pontos em comum com a Teoria dos *Stakeholders*, fundamenta-se mais fortemente em argumentos de cunho moral e ético do que propriamente de gestão.

Para Tobias Gossling e Chris Vocht⁷¹ a Responsabilidade Social Corporativa trata da obrigação das companhias de atenderem às expectativas da sociedade no desenvolvimento de suas atividades. Trata-se da obrigação das empresas de serem responsáveis pelo meio ambiente e por todos os seus *stakeholders* - não apenas aqueles com os quais possuam relação financeira.

Outra definição, um pouco mais ampla porém extremamente clara e de fácil compreensão, é a desenvolvida por Richard Holme e Phil Watts, em trabalho apresentado ao World Business Council for Sustainable Development⁷², que definiu a responsabilidade social corporativa como "the continuing commitment by business to behave ethically and contribute

⁶⁷ Conforme estudos de Donaldson, Thomas, and Lee E. Preston em "*The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications*". op. cit.

⁶⁸ FREEMAN, R. Edward; EVAN, William M. *Corporate governance: A stakeholder interpretation*. Journal of Behavioral Economics. v. 19, 4^a ed., 337–359, 1990.

⁶⁹ BERMAN, Shawn L.; WICKS, Andrew C.; KOTHA, Suresh e JONES, Thomas M. *Does stakeholder orientation matter? The relationship between stakeholder management models and firm financial performance*. The Academy of Management Journal, vol.42, n° 5, p. 488-506, out. 1999.

⁷⁰ JONES, Thomas M. *Instrumental stakeholder theory: a synthesis of ethics and economics*. Academy of Management Review, vol.20, n°2, 404-437, abr.1995.

⁷¹ GOSSLING, Tobias; VOCHT, Chris. *Social Role Conceptions and CSR Policy Success*, Journal of Business Ethics, vol.74, n°4, 363–372, jul. 2007. p.363.

⁷² HOLME, Richard; WATTS, Phil. *Corporate social responsibility: making good business sense*. World Business Council for Sustainable Development. January 2000. Disponível em: http://www.ceads.org.ar/downloads/Making%20good%20business%20sense.pdf. p. 8. Acesso em: 18 jul. 2017.

to economic development while improving the quality of life of the workforce and their families as well as of the local community and society at large."

Em defesa da Teoria da Responsabilidade Social Corporativa, em artigo publicado no ano de 2007, Gossling e Vocht⁷³ apresentaram três principais razões para sua observância pelas companhias. A primeira delas é o fato de que os consumidores, cada vez mais, baseariam suas opiniões sobre uma empresa de acordo com a forma como esta trata seus empregados, a comunidade e questões ambientais, ao invés de simplesmente olharem para questões como qualidade do produto, valor do dinheiro e *performance* financeira. A segunda razão seria a tendência atual de empregados mais jovens e bem treinados buscarem um senso de propósito em seu trabalho. A nova geração buscaria sentir que seu trabalho, de alguma forma, contribui para a melhoria do mundo. Assim, a responsabilidade social corporativa ajudaria empresas a atrair e reter talentos. A terceira razão para observância das responsabilidades sociais seria atrair investidores socialmente responsáveis. A criação do índice de sustentabilidade da Dow Jones colaborou para concessão de maior destaque a empresas social e ambientalmente responsáveis, de forma que estas passaram se diferenciar das demais.

Por fim, Carroll⁷⁴ tentou enumerar quais seriam os componentes abarcados pelo conceito de Responsabilidade Social Corporativa, em uma definição que passou a ser popularmente utilizada, especialmente no ambiente acadêmico: "The social responsibility of business encompasses the economic, legal, ethical, and discretionary expectations that society has of organizations at a given point in time."

A responsabilidade social corporativa é relevante em diferentes níveis dentro e fora da organização e, consequentemente, de difícil mensuração. Wood distinguiu três princípios da Responsabilidade Social Corporativa⁷⁵, que operam em diferentes níveis. O primeiro deles é o da legitimidade, que se aplica em nível institucional. O segundo é o da responsabilidade social pública, relevante em nível organizacional. E o terceiro deles, o princípio da discricionariedade do administrador que opera no nível individual.

Uma vez que a Responsabilidade Social Corporativa não é uma variável e, portanto, não é mensurável, estudiosos da CSR passaram a adotar a *performance* social como uma forma avaliar a CSR. Isso porque, ainda que a CSP também seja de difícil mensuração, ela

⁷³ GOSSLING, Tobias; VOCHT, Chris. op. cit. p.363.

⁷⁴ CARROL, Archie B. *A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Performance*. The Academy of Management Review, v. 4, n°4, 497-505, out.1979. p. 500.

⁷⁵ WOOD, Donna J. op.cit.

pode, por sua vez, ser transformada em variáveis mensuráveis (*proxys*). Esta é a razão pela qual a *performance* social corporativa é tão relevante para os estudos da Teoria da Responsabilidade Social Corporativa, bem como sua relação com a *performance* corporativa financeira. Conforme se verá adiante, esses indicadores tem importância fundamental para o presente estudo.

2.3. Teoria da Firma (Teoria da Empresa)

Conforme visto, as teorias dos *Stakeholders* e da Responsabilidade Social corporativa surgiram em oposição às teorias mais tradicionais sobre a empresa e sua função, sendo a principal delas a Teoria da Firma (também conhecida como teoria da empresa).

Iniciada com o surgimento da ciência econômica, no século XVIII, a Teoria da Firma tem como principal referência a obra de Adam Smith, A Riqueza das Nações⁷⁶. Desenvolvida ao longo do século XX por meio de diversos trabalhos, teve em Coase importante contribuição⁷⁷, por meio de estudo a respeito dos custos de transação, que muito enriqueceu e fortaleceu a Teoria da Firma. Assim como outras teorias microeconômicas, a Teoria da Firma estabelece como objetivo precípuo da empresa a maximização dos lucros⁷⁸,⁷⁹.

No que se refere aos principais pontos de divergência entre a Teoria da Firma e a Teoria dos Stakeholders, João Maurício Boaventura fez esclarecedora análise, especialmente no que toca ao objetivo da empresa⁸⁰:

Uma das principais contraposições entre as duas teorias refere-se à função objetivo da firma. De um lado a teoria da firma propõe que o objetivo da empresa seja a maximização da riqueza do acionista, a teoria dos stakeholders entende que seja coordenar o interesse dos stakeholders, e são vários os argumentos de suporte a cada lado. Na ótica da teoria da firma, conforme Sundaram e Inkpen (2004), as demais partes relacionadas à empresa que não são acionistas (clientes, empregados, fornecedores e

41

⁷⁶ SMITH, Adam. *A Riqueza das Nações*. Trad. Luiz João Baraúna, São Paulo: Abril Cultural, 1a ed., 1983.

⁷⁷ Em COASE, R. H. *The nature of the firm*. v.4, 16^a ed. London: Blackwell Publishing London, nov.1937, 386-405.

⁷⁸ BOAVENTURA, João Maurício. et. al. op. cit. p.233.

⁷⁹ Ao longo do amadurecimento desta teoria, grande foi o debate respeito de qual definição específica de "lucro" deveria ser adotada para fins de maximização, se contábil, econômica, de curto ou longo prazo. Em sua obra sobre a função da empresa, Jensen esclarece que, para os economistas, o principal objetivo da firma deve ser a maximização do seu valor de mercado no longo prazo. Utilizando-se este critério, além de maximizar o valor da empresa, maximiza-se também a riqueza dos acionistas. (JENSEN, M. op. cit.)

⁸⁰ BOAVENTURA, João Maurício. et. al. op. cit. p.234.

clientes) possuem a proteção e os benefícios de contratos e da legislação, o que não ocorre com os acionistas. Já para a teoria dos stakeholders, de acordo com Campbell (1997), não é possível para as empresas sobreviver sem entregar valor a importantes stakeholders e, neste sentido, embora os shareholders tenham alguns direitos diferentes dos demais stakeholders, isto não lhes confere um direito desbalanceado em receber os benefícios da empresa. Esta controvérsia se constitui em um amplo debate na academia, ainda sem consenso (Silveira, Yoshinaga, & Borba, 2005; Marcon, Bandeira-De-Mello, & Alberton, 2008; Boaventura, Cardoso, Silva, & Silva, 2009).

Autores adeptos da Teoria da Firma usualmente se posicionam contrariamente à atuação das empresas para a solução de problemas sociais e ambientais. Destacamos aqui, três principais vertentes da teoria que se opõem a este tipo de iniciativa.

A primeira delas baseia-se na ideia da contratualidade do modelo empresarial. Um dos mais destacados autores representantes desta primeira corrente é Michael C. Jensen, que afirma que ao tomarem decisões de gestão, os administradores devem adotar um único critério para definir o que é melhor e o que é pior para a companhia e esse critério deve ser sempre o aumento de longo prazo do valor de mercado da empresa⁸¹. Para esse autor "múltiplos objetivos" significa o mesmo que nenhum objetivo. Ele alerta para os riscos de se permitir que uma empresa tenha mais de um objetivo (a maximização de riqueza), o que poderia gerar confusão e falta de direcionamento para os administradores, acarretando o enfraquecimento da companhia na competição pela sobrevivência com as demais empresas do setor. Para o autor, empresas que possuem objetivo definido de maximizar o seu valor e, consequentemente, o lucro de seus acionistas, teriam vantagem competitiva em relação àquelas que perseguem outros objetivos além deste. Além disso, afirma que essa opção poderia, ainda, resultar na politização da companhia e no empoderamento dos administradores para que exerçam suas próprias preferências utilizando recursos da empresa⁸².

Em defesa da teoria da maximização do valor da empresa, Jensen invoca a mesma razão que faz com que alguns estimulem a atuação empresarial de cunho social: a melhora do bem estar social. Afirma que a solução para os problemas sociais não é o investimento direto das empresas em projeto sociais e sim a simples busca pela maximização de riquezas, que geraria, de forma reflexa, um aumento no bem estar social geral:

⁸¹ JENSEN, Michael C. op. cit. p.236.

⁸² JENSEN, Michael C. op. cit. p.237.

200 years' worth of work in economics and finance indicate that social welfare is maximized when all firms in an economy maximize total firm value. (...) Although there are many single-valued objective functions that could guide a firm's managers in their decisions, value maximization is an important one because it leads under some reasonable conditions to the maximization of social welfare⁸³.

Para Jensen o aumento do valor de mercado das empresas no longo prazo seria o fator que traria o almejado aumento do bem-estar social. Se a riqueza do acionista for maximizada, o bem-estar social geral também o seria.

Jensen manifesta, ainda, dura crítica à Teoria dos *Stakeholders*. Para ele, a teoria, nos termos concebidos por Freeman e Clarkson é incompleta, uma vez que não especifica claramente qual critério deve ser utilizado pelo administrador ao tentar conciliar interesses, muitas vezes conflitantes, entre os diversos *stakeholders* da companhia. Esta falta de direcionamento deixaria diretores e administradores exageradamente livres para utilizar os recursos da empresa da forma que melhor lhes convier ou interessar, sem qualquer espaço para responsabilização em caso de mau uso ou de deterioração do valor da companhia. Entende, assim, o autor, que companhias que se guiam pela Teoria dos *Stakeholders* eventualmente irão falhar se tentarem competir com empresas guiadas pela teoria da maximização do valor da empresa⁸⁴.

A segunda corrente, aqui representada por Friedman⁸⁵, conhecido crítico da responsabilidade social das empresas, alega que investimentos dessa natureza seriam equiparáveis a um roubo, uma subversão política. Para o autor, ao atender às demandas por práticas de responsabilidade social nas empresas, os executivos estariam usando dinheiro e recursos que, se empregados de outra forma, iriam para os proprietários, os funcionários e os consumidores da própria empresa (e para a comunidade com o recolhimento de impostos). Utilizando-se do poder decisório que lhes foi conferido para atender a interesses alheios aos da companhia ultrapassariam os limites aceitáveis de discricionariedade, visto que os administradores, por serem eleitos pelos acionistas, teriam o dever de atender – de forma exclusiva – seus interesses. Qualquer outra postura significaria agradar a terceiros com dinheiro de outrem. Se os administradores querem atender a uma demanda social, que o façam às suas próprias expensas.⁸⁶

⁻

⁸³ JENSEN, Michael C. op. cit. p.239.

⁸⁴ JENSEN, Michael C. op. cit. p.242.

⁸⁵ FRIEDMAN, Milton. *The social responsibility of business is to increase its profits*. The New York Times Magazine, Set. 1970. p. 2. Disponível em: http://umich.edu/~thecore/doc/Friedman.pdf. Acesso em: 5 jun. 2018.
⁸⁶ FRIEDMAN, Milton. op. cit. p.2.

Para Friedman, a chamada "responsabilidade social" das empresas seria uma ameaça ao princípio do livre mercado. Para o autor, a única e exclusiva responsabilidade social das empresas é utilizar os seus recursos e exercer as atividades visando ao aumento de seus lucros, desde que mantenham o respeito às regras do jogo, quais sejam, competir em um mercado livre, sem artificios ou fraudes.⁸⁷ Friedman não nega a existência de problemas sociais. Ele apenas entende que é uma obrigação do Estado e não das empresas privadas resolvê-los e que os administradores não teriam liberdade para fazer esse tipo de escolha.

Por fim, a terceira corrente alega que as iniciativas corporativas sociais possuem caráter incerto, duvidoso; no entanto, se forem devidamente informadas e anunciadas aos investidores, não podem ser questionadas. Para Easterbrook e Fischel⁸⁸, desde que as partes do negócio estejam cientes das intenções e objetivos da empresa, os investimentos sociais não poderão ser questionados. Assim como Jensen, esses autores defendem os direitos de propriedade dos acionistas e a "mão invisível" do mercado para solucionar questões sociais. Contudo, afirmam que se as partes contratantes estão cientes dos objetivos sociais da sociedade e, mesmo assim, decidem investir, não há como atacar as decisões de seus administradores.

Não obstante todas essas questões, o que se observa em muitos casos é um aumento de lucratividade das empresas que optam por direcionar parte de seu capital a iniciativas sociais, conforme se verá mais adiante.

2.4. **Atualidades**

Apesar de as bases da controvérsia serem relativamente antigas, o debate a respeito do objetivo da empresa continua ativo e discussões sobre o tema ainda hoje são travadas por acadêmicos de todo o mundo. Recentemente um novo ponto de vista foi acrescido às discussões sobre as teorias da função e da finalidade da empresa.

Em 2016 o ganhador do Prêmio Nobel de Economia⁸⁹, Oliver Hart, e o economista Luigi Zingales, publicaram artigo90 justificando a possibilidade de que empresas busquem

⁸⁷ FRIEDMAN, Milton. op. cit. p.6.

⁸⁸ EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R. The economic structure of corporate law. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1991.

⁸⁹ Ano de 2016.

⁹⁰ Republicado e revisado no ano de 2017.

objetivos sociais em detrimento de retornos financeiros com base nos fundamentos da Teoria da Firma (ou teoria da primazia dos acionistas, conforme nomenclatura utilizada no artigo)⁹¹.

Os autores têm como ponto de partida conceitos trazidos por autores criadores da Teoria da Firma. Assim, destacam o entendimento de Milton Friedman, para quem os administradores da empresa tem obrigações para com os seus empregadores, que seriam os acionistas. Sua obrigação seria conduzir os negócios da empresa de acordo com seus desejos (dos acionistas) que, via de regra, serão os de obter o máximo lucro possível, desde que respeitadas a lei e a ética⁹². Cabe aqui também destacar a clássica teoria sobre a "mão invisível" do mercado de Adam Smith, segundo a qual a maximização do bem estar dos acionistas maximizaria o bem estar social como um todo⁹³.

Pois bem, é partindo justamente dessas teorias que Hart e Zingales argumentam que ainda que a maximização do bem estar dos sócios da empresa seja o objetivo social apropriado, especialmente para empresas de capital aberto, correlacionar automaticamente o bem estar dos acionistas com aumento da lucratividade seria uma visão muito limitada. Eles destacam que, em geral, especialmente em companhias abertas, ou no caso de investidores de fundos, os acionistas finais são pessoas comuns, que no seu dia a dia estão preocupados com dinheiro, mas não apenas com isso. Eles teriam preocupações com questões éticas e sociais também.

Como exemplo, eles citam pessoas que compram um carro elétrico ao invés de um movido a combustível ainda que seja mais caro, pois estão preocupadas com a poluição e o aquecimento global, ou que utilizam menos água em casa do que seria ideal por ser um bem escasso, ou que adquirem algum produto com selo de "troca justa" na produção, ainda que paguem mais por isso e o bem adquirido não seja melhor do que o produto comum. Da mesma forma alguns acionistas aparentemente se importam com outros temas, como o bem

-

⁹¹ HART, Oliver e ZINGALES, Luigi. *Companies Should Maximaze Shareholder Welfare Not Market Value*. Journal of Law, Finance, and Accounting, 2017, 2: 247–274. Disponível em: https://scholar.harvard.edu/hart/publications/companies-should-maximize-shareholder-welfare-not-market-value. Acesso em: 2 nov. 2018.

⁹² "What does it mean to say that "business" has responsibilities? Only people have responsibilities. A corporation is an artificial person and in this sense may have artificial responsibilities, but "business" as a whole cannot be said to have responsibilities, even in this vague sense. The first step toward clarity in examining the doctrine of the social responsibility of business is to ask precisely what it implies for whom. Presumably, the individuals who are to be responsible are businessmen, which means individual proprietors or corporate executives. Most of the discussion of social responsibility is directed at corporations, so in what follows I shall mostly neglect the individual proprietors and speak of corporate executives. In a free-enterprise, private-property system, a corporate executive is an employee of the owners of the business. He has direct responsibility to his employers. That responsibility is to conduct the business in accordance with their desires, which generally will be to make as much money as possible while conforming to their basic rules of the society, both those embodied in law and those embodied in ethical custom." (Friedman, M. op. cit. p.1.)

estar dos funcionários da empresa por exemplo, além da simples maximização dos lucros. De fato, se existem consumidores e acionistas de empresas que levam em consideração questões sociais e ambientais no seu comportamento privado, porque eles não gostariam que as empresas nas quais investem fizessem o mesmo?

O artigo analisa basicamente as situações de atividades inseparáveis, nas quais o dano (ambiental ou social) e o lucro são intrinsicamente ligados, por questões tecnológicas. Nesse cenário a companhia tem condição de criar ambos (danos e lucros) e as pessoas não possuem a tecnologia para desfazer ou minorar o dano. Nesse caso, argumentam que as conclusões de Friedman não se sustentam: o bem-estar do acionista não é equivalente a valor de mercado. Outra situação diferente seriam os casos em que a externalidade (dano) é separável da geração de lucro, como no caso de sociedades de caridade, em que os argumentos de Friedman estariam corretos.

No entanto os autores ponderam que mesmo sócios com inclinações socioambientais, podem estar dispostos a investir em uma empresa de tabaco ou armas, por exemplo. Para ilustrar sua colocação, eles supõem que cada indivíduo atribui um determinado peso a tomar atitudes sociais e ambientais corretas, mas apenas se ele se sentir pessoalmente responsável pela ação em questão. O peso relativo dos retornos sociais e ambientais variaria de acordo com cada indivíduo. Para exemplificar a afirmação imagina-se cenário no qual uma pessoa ambientalmente consciente deixa um papel cair na calçada. Ela provavelmente se abaixará para pegá-lo, uma vez que foi quem causou o dano. No entanto, a mesma atitude não é esperada de alguém que encontra um papel na calçada deixado por um terceiro. Se sua preocupação ambiental fosse absoluta e objetiva, ele se abaixaria para pegá-lo. No entanto, essa não é uma atitude comum, mesmo nos cidadãos ambientalmente conscientes.

Esse entendimento levaria à conclusão de que um consumidor consciente pode não se opor a deter ações de uma companhia "suja" se ele não tiver qualquer papel na ação ou decisão que cause o dano. No entanto, se esse mesmo consumidor for chamado pela empresa para votar e decidir entre uma ação "limpa" e outra "suja", ele provavelmente irá votar pela primeira. Dessa forma a conclusão é de que o voto dos acionistas é primordial nessa discussão, uma vez que o acionista se sente responsável pela decisão.

Assim, os autores fazem distinção em relação à forma como os consumidores (e acionistas) tomam suas decisões com base nas suas ações e seu resultado. Existiriam, assim, dois tipos de recompensa: recompensas de decisão e recompensas finais. A recompensa de decisão incorporaria o dano que a decisão causou, ao passo que a recompensa final não.

No entanto, baseados em outros estudos⁹⁴, os autores apontam uma tendência geral das pessoas de evitar situações nas quais elas são obrigadas a tomar uma decisão pró-social. Essa assimetria tem um resultado específico: sem qualquer restrição ou estímulo, empresas de capital aberto têm a tendência natural de se desviarem para a indiferença social e ambiental, ou seja, seus acionistas terão a tendência de dar menos relevância às externalidades que causaram. Acionistas de companhia aberta irão subestimar muito mais as questões sociais do que acionistas de empresa de capital fechado.

O voto por parte dos acionistas se torna ainda mais importante quando identificado um novo conflito de agência que pode surgir do modelo proposto: segundo os autores, administradores teriam menos estímulos para escolher iniciativas sociais em detrimento do rendimento financeiro da companhia do que os acionistas. Além disso, fornecer parâmetros claros para os administradores sobre qual seria a melhor escolha dentre todas as opções de investimento social não é tarefa fácil, especialmente considerando a regra da *business jugdment rule*. Tais conflitos serão melhor detalhados no item 3.4 deste trabalho.

Com base no artigo de Hart e Zingales, Adi Libson publicou, em 2018, estudo no qual apresentou opções para os conflitos de agência apontados⁹⁵. Um dos modelos, de abordagem de baixo para cima, sugere que a companhia deveria aceitar propostas dos acionistas no que se refere a questões sociais/ambientais. O segundo modelo, de abordagem de cima para baixo, sugere que seja criada a obrigação para que administradores tragam determinados temas de cunho social ou ambiental para serem votados pelos acionistas. Tais modelos também serão estudados em maior detalhe no item 3.4.3 deste trabalho.

⁹⁴ Como exemplo, os estudos de Lazear et al., no qual metade dos pesquisados demonstrou uma preferência em evitar situações nas quais eles precisavam decidir se eles deveriam dividir os lucros de um determinado jogo (Lazear, E. P., U. Malmendier e R. A. Weber. *Sorting in Experiments with Application to Social Preferences*. American Economic Journal: Applied Economics. 2012. 4(1): 136–163.), ou o artigo de Della Vigna et al., que demonstrou que entre 10% e 25% dos proprietários/locatários de residência preferem não atender a campainha da porta quando são avisados que o visitante pode ser um arrecadador de fundos para instituições de caridade (DELLA VIGNA, Stefanno; LIST, John A; e MALMENDIER, Ulrike. *Testing for Altruism and Social Pressure in Charitable Giving*. Quarterly Journal of Economics. 2012. 127(1): 1–56.)

⁹⁵ LIBSON, Adi. *Taking Shareholders' Social Preferences Seriously: Confronting a New Agency Problem* (August 6, 2018). Bar Ilan University Faculty of Law Research Paper No. 18-18. 6 Ago. 2018. Disponível em: https://ssrn.com/abstract=3226767. Acesso em: 2 de novembro de 2018.

3. Os Deveres Fiduciários dos Administradores

Antes de detalharmos a relação dos administradores com os investimentos sociais e ambientais e seus impactos no atendimento do interesse social, é importante que se faça uma delimitação didática do conceito de interesse social interno (ou *strictu sensu*), assim entendido aquele restrito ao âmbito da sociedade (empresa), com o de interesse social externo (ou *latu sensu*), que se refere ao interesse da coletividade, da sociedade na qual a empresa está inserida.

Conforme se verá, a função precípua direta do administrador é atender ao interesse social interno. No entanto, ele se mantém vinculado, ainda que indiretamente, ao atendimento do interesse social externo. Da mesma forma, o controlador da sociedade está vinculado, por força do artigo 116 da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei da Sociedade por Ações), ao atendimento do interesse social *latu sensu*, mas não pode se afastar do interesse social interno.

Assim é que estabelece o artigo 154 da Lei das Sociedades por Ações que o administrador deve exercer suas atribuições de forma a lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.

Para melhor compreensão do que se referiu a lei ao vincular o administrador ao atendimento dos fins e do interesse da companhia, é importante que se compreendam as duas principais correntes a respeito do interesse social.

3.1 Das teorias a respeito do conceito de interesse social

Desde o início do século XX, com o crescimento do número de empresas e aumento exponencial das grandes corporações, juristas e doutrinadores travaram intenso debate a respeito do conceito do interesse social. As principais teorias elaboradas dividiram-se em duas correntes principais: as teorias contratualistas e as institucionalistas.

3.3.1. O Contratualismo

A base fundamental das teorias contratualistas é a definição de sociedade como uma relação contratual, que envolve exclusivamente o interesse dos contratantes. Em outras palavras, para o contratualismo, a sociedade nada mais é do que um meio para atendimento do interesse de seus sócios. Este é o condão básico que une estas teorias que, conforme visto acima, tem relação estreita com a Teoria da Firma.

Esta teoria se divide em diversas escolas. A mais flexível delas e que mais se aproxima da teoria oposta, a institucionalista (analisada abaixo), considera o interesse social como diverso da soma do interesse dos sócios, mas não reconhece qualquer outro interesse ou fator externo à própria companhia, ou seja, qualquer interesse que não seja oriundo do contrato social⁹⁶.

Já a mais radical delas, a teoria do interesse comum, defende a prevalência da comunidade dos interesses dos sócios. Para os seus defensores o sócio, ao votar, não se desprenderia dos seus interesses egoísticos e próprios para atender a um interesse social abstrato. Os diversos interesses dos sócios da empresa poderiam coincidir em relação a determinadas matérias, formando-se nesses casos uma comunidade de interesses. Essa comunhão, se manifestada em respeito à finalidade lucrativa da empresa e desde que os meios para atingi-la sejam lícitos, daria ensejo à consecução do objetivo social ou comum dos sócios/acionistas.

Sobre este assunto, cabe destacar a clássica lição de Ascarelli⁹⁷, que nega a existência de um interesse social superior ao interesse comum de todos os sócios:

As companhias constituem não apenas a comunhão dos interesses mas, pelo fato de serem voluntárias, também a comunhão dos fins. E é através da constituição contratual de um conjunto de objetivos que se constitui a comunhão de interesses da sociedade (...). O interesse social é entendido como o interesse comum dos sócios e com estes identificado.

Jaeger apresenta críticas fundamentais às teorias contratualistas. A primeira delas se refere ao cerne dessa doutrina, que é a definição do interesse social como um interesse

49

⁹⁶ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. vol. 2. 6ª ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014. p.612.

⁹⁷ ASCARELLI, Tullio. Studi in Tema di Società. Milano. A. Giuffrè. 1952. p. 163.

comum aos sócios. O autor questiona o que seria, na verdade, esse interesse comum dos sócios⁹⁸.

De fato, esse é um tema que divide os contratualistas. Isso porque os sócios podem ter interesses comuns, não necessariamente ligados à sociedade. Erasmo Valadão exemplifica a contenda com a situação de sócios que também são membros da mesma família. ⁹⁹ Tem-se, assim, uma unidade de interesses entre os sócios, mas que não é relacionada diretamente com a companhia. Sobre este tópico, a maior parte da doutrina contratualista convencionou que o interesse social que deve prevalecer é o dos sócios enquanto na qualidade de sócios, ou seja, não como indivíduos titulares de demais interesses (*uti socii* e não *uti individui*).

Outro tema, ainda mais controverso, se refere à perspectiva temporal do interesse social. Para Asquini¹⁰⁰ a definição de interesse social não pode ignorar a variabilidade dos sócios no tempo, ou seja, deve-se considerar tanto os sócios atuais quanto os futuros. Para esse autor, não se pode distinguir os interesses dos sócios atuais com os futuros, uma vez que ambos teriam interesse na eficiência da empresa e na aptidão desta de produzir o máximo de lucro possível.

Um segundo problema apresentado por Jaeger é a questão do papel do interesse social nas deliberações assembleares¹⁰¹. Sobre este tema, uma primeira corrente afirma que o sócio tem obrigação de votar segundo o interesse social, ou seja, não poderá votar conforme seu interesse próprio e sim de acordo com o melhor para a coletividade de sócios¹⁰². O voto é visto como um poder-dever, cujo exercício repercute na esfera de outrem e, por essa razão, deve ser exercido conforme a finalidade determinada pela lei.

Já para a segunda corrente, o sócio seria livre para perseguir os próprios interesses, externos à sociedade, desde que não esteja em contraste com o interesse comum de todos¹⁰³. O voto não pode, portanto, lesar os demais sócios ou sacrificar o interesse comum.

Independente das divergências existentes entre as correntes da teoria contratualista, em síntese, o condão que as une é a noção de interesse social como sinônimo de interesse comum dos sócios.

⁹⁸ JAEGER, Pier Giusto. *L'interesse sociale*. Milano: Giuffrè Editore, 1972.

⁹⁹ Erasmo Valladão e FRANÇA, Novaes. op. cit. p.43.

¹⁰⁰ ASQUINI, Alberto. *I Battelli del Reno*. Rivista delle Società, n°4, 1959, p.617/633. p.618

¹⁰¹ JAEGER, Pier Giusto. op. cit. p.88.

¹⁰² Erasmo Valladão e FRANÇA, Novaes. op. cit. p.43.

¹⁰³ Erasmo Valladão e FRANÇA, Novaes. op. cit. p.44.

3.3.2. O Institucionalismo

Em contraposição às teorias contratualistas, desenvolveram-se doutrinas que procuraram ver na sociedade mais do que uma instituição meramente voltada para o atendimento do interesse dos sócios, unidos entre si por meio de um contrato. Para os teóricos do institucionalismo, a sociedade é vista como um feixe de interesses e também ela, por si só, seria titular de um interesse próprio, diverso daquele carregado por seus sócios.

A gênese das teorias institucionalistas deu-se na Alemanha, por meio da publicação do empresário, filósofo, sociólogo e estadista Walther Rathenau, *La realtà della società per azioni*¹⁰⁴. A obra surgiu em um contexto de graves crises econômicas na Alemanha após a primeira guerra mundial, quando as grandes empresas passaram a ser vistas como uma das soluções para o soerguimento financeiro do país.

A teoria de Rathenau foi construída de forma a justificar a função pública e não meramente privada da grande empresa, denominada pelo autor como *Unternehmen*. Destacase que o autor não se referiu a toda e qualquer sociedade. Sua caracterização da sociedade anônima como objeto de interesse público direcionou-se exclusivamente à macroempresa¹⁰⁵.

Para isso ele destacou a perda cada vez mais acentuada de significado do grande acionista e da assembleia geral, e destacou a função do órgão administrativo da grande sociedade, visto por ele como mais isento, mais apto a defender os interesses da sociedade e o interesse empresarial. O autor destacou ainda a capacidade da grande empresa de originar novas empresas, por meio da formação do que hoje é denominado grupo societário, bem como a sua assunção do papel de protagonista da realização de pesquisas de interesse geral.

Por meio dessas observações, Rathenau convidava a uma visão publicística da grande empresa, propondo inclusive um modelo legal diferenciado para a *Unternehmen*, semelhante à estrutura constitucional do Estado. Apresentou críticas à legislação vigente, que segundo o autor privilegiava os interesses egoísticos dos minoritários, bem como a dificuldade dos juristas de enxergar a realidade da grande empresa.¹⁰⁷

RATHENAU, Walter. *La realtà della società per azioni*. Tradução de Nilson Lautenschleger Jr.. da edição de 1917, intitulada *Vom Aktienwesen- Eine geschaftliche Betrachtung*, Berlim, S. Fischer Verlag. Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro. n° 128. Ano XLI. outubro-dezembro/2012. p.199 a 223.

¹⁰⁵ A expressão é utilizado pelo autor para referir-se a empresas de grande porte para o padrão da época. Não há, no entanto, qualquer definição técnica para o termo apresentada na publicação.

¹⁰⁶ SALOMÃO FILHO, Calixto. O novo direito societário. 2ª ed. São Paulo: Malheiros, 2002. p. 32.

¹⁰⁷ AZEVEDO, Erasmo Valladão e FRANÇA, Novaes. op. cit. p.29.

A teoria institucionalista criada por Rathenau, denominada por Haussmann teoria da empresa em si (*Unternehmen an sich*), foi assim resumida por Erasmo Valadão¹⁰⁸, baseado nos estudos de Jaeger:

a) acentuada visão publicística dos problemas da sociedade anônima, vista como forma jurídica típica das grandes empresas, na qual sobrelevam interesses os mais diversos, não apenas os dos acionistas, mas também os dos trabalhadores e seus dependentes, os dos consumidores e, bem assim o interesse coletivo ao desenvolvimento da economia nacional, todos merecedores de tutela legal;

b) consequente reconhecimento à empresa de um interesse próprio, dirigido não à produção de lucros a serem distribuídos aos acionistas, mas à melhor eficiência produtiva da própria empresa, donde a plena justificativa para o autofinanciamento;

c) tendência a subtrair dos acionistas, pelo menos dos especuladores e rendeiros, o controle da empresa, para confiá-lo a uma administração (Verwaltung) estável e coesa, o quanto possível independente de uma mutável maioria de acionistas, donde a permissão de emissão de ações como o voto plúrimo ou reservado a um pequeno número de acionistas, representados na diretoria (Vorstand); e

d) redução de todos os direitos dos acionistas (informação, impugnação de deliberações assembleares, lucros), condicionados ao superior interesse da empresa, em relação à qual aqueles teriam um dever de fidelidade (Treupflicht).

A teoria institucionalista da empresa de Rathenau, que inicialmente alcançou grande notoriedade tendo, inclusive, influenciado os juristas responsáveis pela elaboração da lei acionária alemã de 1937, passou a ser alvo de severas críticas, especialmente a partir dos anos 50. As críticas versavam sobre questões diversas, como o excesso de independência conferido à administração, a quebra da igualdade entre os acionistas, bem como a falta de uma definição precisa do que seria a grande empresa. A derrocada final dessa teoria veio com a promulgação da lei acionária alemã, de 1965, que reforçou o papel da assembleia de acionistas e os direitos dos acionistas minoritários. ¹⁰⁹

Além de Walther Rathenau, outros autores à época criaram teorias consideradas institucionalistas que, ainda que de menor destaque, merecem ser mencionadas. Uma delas é de autoria de Haussman, crítico declarado da teoria da empresa em si de Rathenau, que ficou conhecida como teoria do direito da empresa acionária.

Haussman negava que a empresa pudesse ser titular de um interesse próprio e reconhecia nela uma confluência de interesses, provenientes de sujeitos diversos dos

¹⁰⁸ AZEVEDO, Erasmo Valladão e FRANÇA, Novaes. op. cit. p.30.

¹⁰⁹ SALOMÃO FILHO, Calixto. op. cit. p. 32.

acionistas, como membros da administração, credores e trabalhadores, que resultaria em um interesse comum. Esse interesse comum seria, assim, a soma ou unidade dos interesses individuais dos sujeitos que, unidos pela empresa, são responsáveis pelos seus escopos.¹¹⁰

Outro autor institucionalista, Hauriou¹¹¹, criou a chamada teoria da instituição, que foi posteriormente desenvolvida na França por Renard e na Itália por Santi Romano.

Hauriou definiu instituição como "uma organização social, estável em relação à ordem geral das coisas, cuja permanência é assegurada por um equilíbrio de forças ou por uma separação de poderes, e que constitui, por si mesma, um estado de direito." ¹¹²

Buscando melhor definir seu conceito, o autor esclareceu o seguinte¹¹³:

as grandes linhas desta nova teoria são as seguintes: uma instituição é uma idéia de obra ou de empresa que se realiza e dura juridicamente em um meio social; para a realização dessa idéia, se organiza um poder que lhe procura os órgãos necessários; por outra parte, entre os membros do grupo social interessado na realização da idéia, se produzem manifestações de comunhão dirigidas por órgãos de poder e reguladas por procedimentos.

Tanto a teoria de Haussman quanto a de Hauriou foram alvo de críticas e não ganharam tanto destaque quanto a teoria de Rathenau.

Posteriormente, Francesco Galgano, autor italiano, lançou uma série de obras nas quais relacionava a história do capitalismo com a do direito comercial, chegando a considerar as companhias (sociedades por ações), verdadeiras instituições da economia capitalista¹¹⁴. Assim como Rathenau, o autor evidencia o caráter institucionalista da grande empresa, cujos impactos superam as meras relações privadas entre os sócios¹¹⁵:

Le grandi imprese assumono dimensioni mondiali; si caraterizzano come imprese multinazionali: collocano le proprie unità di produzione direttamente sui mercati di consumo dei prodotti; oppure articolano in paesi diversi, sencondo criteri di convenienza, le diversi fasi e i diversi settori della própria attività, traendo vantaggio dalle diversi opportunità che vi trovano offerte, come il più vantaggioso mercato del lavoro, o il più

¹¹⁰ AZEVEDO, Erasmo Valladão e FRANÇA, Novaes. op. cit. p.35.

HARIOU, Maurice. *A Teoria da Instituição e da Fundação*. Tradução de José Ignácio Coelho Mendes Neto. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Editor, 2009.

¹¹² HARIOU, Maurice. op. cit. p.17.

¹¹³ HARIOU, Maurice. op. cit. p.19.

GALGANO, Francesco. Las instituciones de la economia capitalista: sociedad anónima, Estado y clases sociales. BATALLER, Carmen Alborch e PONT, Manuel Broseta (tradução.). Espanha: Ariel Derecho, 1990.
 GALGANO, Francesco. Lex Mercatoria. Roma: Il Mulino, 2010. p.14.

vantaggioso mercato dei capitali, o il preferible sistema fiscale; e conseguendo al tempo stesso il risultato di separare i rischi relativi ai diversi mercati.

Assim, de forma resumida, pode-se afirmar que em todas as doutrinas institucionalistas o conceito de interesse social é definido como um conceito que supera o interesse dos sócios, existindo um interesse superior e individual da própria instituição.

3.3.3. A opção brasileira – A Lei das Sociedades por Ações

A lei acionária brasileira foi promulgada em contexto de necessidade de estímulo ao crescimento das empresas nacionais, bem como de impulsionar o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários do País, visando a desintermediação bancária na captação de recursos para o exercício da atividade empresarial.

Para atendimento desses objetivos, de forma a capitalizar as empresas brasileiras, a lei acionária apresentou dispositivos que dessem segurança aos investidores minoritários, de forma a protegê-los de eventuais desmandos ou desvios de interesses por parte dos acionistas controladores. Para isso trouxe, por exemplo, regras de responsabilização diferenciadas para o acionista controlador, bem como permitiu a eleição, para o conselho fiscal e o conselho de administração, de membros eleitos exclusivamente pelos minoritários.

A lei acionária brasileira também buscou estimular o desenvolvimento das grandes empresas. Para isso, adotou diversos dispositivos de cunho contratualista, apresentando, contudo, alguns esparsos indícios de institucionalismo.

Conforme lembrou Calixto Salomão Filho, a Lei das Sociedades por Ações não trouxe uma definição expressa de sociedade. Contudo, em vários momentos, ao se referir às sociedades menciona os termos "contrato" e "sócios". A única definição de sociedade existente no ordenamento jurídico brasileiro é aquela encontrada no art. 981 do Código Civil, que preleciona: "Celebram contrato de sociedade as pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício de atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados." Percebe-se, assim, a presença de todos os traços da doutrina contratualista, quais sejam, a pluralidade de pessoas, unidas em torno de um fim comum, que

se obrigam mutuamente e não perante a sociedade. A própria doutrina brasileira apresenta definições extremamente contratualistas da sociedade. ¹¹⁶

Lado outro, o parágrafo único do art. 116 da Lei da Sociedade por Ações traz uma linguagem evidentemente institucionalista, ao condicionar que o acionista controlador deve direcionar a sua atuação ao atendimento da função social da empresa, conquanto não explique qual seria essa função social, bem como que este deve responder perante os demais interessados na empresa, como acionistas minoritários, trabalhadores e comunidade. Veja-se:

Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender. 117

Este dispositivo representou mudança de curso no regramento societário brasileiro, ou ao menos uma tentativa de criação de um sistema misto, no sentido de adotar também ideias institucionalistas. Adicionalmente, trata-se da única orientação em toda a lei acionária a respeito da melhor interpretação de interesse social. Assim, ainda que atualmente de pouca aplicabilidade prática, entendemos que o dispositivo não pode ser ignorado na busca por interpretação dos objetivos da lei societária.

3.3.4. Do bem público e da função social da empresa – o interesse social externo

Conforme visto, muitas são as discussões a respeito do conceito de interesse social referido na parte inicial do artigo 154 da Lei da Sociedade por Ações. Em linhas gerais, podese dizer que a lei, neste trecho, referiu-se expressamente ao interesse social interno, em contraposição ao chamado "bem público" e à "função social da empresa".

No entanto, para compreensão integral do dispositivo, cabe-nos questionar qual seria o conteúdo da ressalva feita pela lei, ao tratar das "exigências do bem público e da função social da empresa".

¹¹⁶ SALOMÃO FILHO, Calixto. op. cit. p. 36.

BRASIL. Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm. Acesso em: 18/07/2017.

Carvalhosa, adepto da teoria contratualista da empresa, afirma que o bem público mencionado pela lei não trata da superação do aspecto eminentemente contratual da empresa, mas sim de um norteamento da conduta do administrador, que deveria harmonizar os fins sociais com os demais interesses da comunidade. Para o autor trata-se de conceito amplo em que se incluem todos os bens estimáveis da comunidade nacional e local, materiais ou imateriais, tutelados pelo Estado ou pela própria sociedade civil. Em suma, seria "o conjunto de valores do grupo social que podem ser afetados ou influenciados pela atividade empresarial da companhia" Entendemos que esta definição é extremamente abrangente e em certa medida vaga. Mas o autor parece reconhecer, ainda que marginalmente, a existência legítima de stakeholders externos à companhia, ao afirmar a possibilidade de que um determinado "grupo social" possa ser afetado ou influenciado pela atividade empresarial.

O mesmo autor, ao explicar o conceito de função social da empresa, apresenta três concepções para o termo. A primeira, que se refere às condições de trabalho e às relações com seus empregados, em termos de melhoria de sua condição humana e profissional e de seus dependentes. A segunda volta-se para o interesse dos consumidores dos produtos ofertados pela empresa, em termos de qualidade e preço. E a terceira volta-se ao interesse dos concorrentes, para os quais a empresa teria a obrigação de manter uma postura concorrencial equitativa.

Mais uma vez parece o autor reconhecer a existência de interesses externos aos dos *stakeholders* internos da companhia, que devem ser observados pelos administradores ao desempenhar suas funções para atendimento do interesse social interno.

Ora, se assim o é, como de fato nos parece ser, a própria lei societária reconheceu não só a possibilidade, mas a obrigação de que o administrador considere em sua atuação os interesses de sua comunidade, do meio ambiente e demais terceiros atingidos ou influenciados por suas atividades. Evidentemente que, por se tratarem de conceitos muito abstratos, não traz a lei a extensão pela qual esses fatores ou interesses dos personagens externos deve pautar a atuação dos administradores.

De fato, pode-se argumentar que o que a lei objetivou foi apenas garantir que estes *stakeholders* não sejam atingidos ou seus direitos/interesses violados pela empresa, de forma que seria a obrigação dos administradores zelar para que as atividades da empresa não causem danos externos. Esta parece ser a interpretação de Eizirik, para quem a lei recomendou que,

¹¹⁸ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. vol. 3. 6ª ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014. p.397.

embora os deveres fundamentais dos administradores sejam os de realizar o objeto social e maximizar os lucros, eles devem atendê-los ao menor custo para a coletividade, respeitando os direitos dos trabalhadores, não poluindo e não praticando discriminações com seus funcionários¹¹⁹. De outro lado, poder-se-ia interpretar a letra da lei de forma a se entender que o legislador procurou ser mais abrangente, com foco mais ativo, apresentando na verdade um comando de ação, segundo o qual o administrador deve efetivamente considerar os interesses externos, bem como refletir sobre o papel da empresa na sociedade, ao desempenhar suas atividades. Trata-se, portanto, de uma interpretação mais dinâmica e ativa da empresa em relação à sociedade, que se refere não apenas ao que a empresa não deve fazer, mas também ao papel que ela deve positivamente desempenhar.

Em consonância com essa interpretação, para Lamy Filho e Bulhões Pedreira, a intenção do art. 154 da Lei da Sociedade por Ações foi estabelecer uma pauta de atuação para os administradores, que devem levar em conta não só o interesse da empresa, mas também considerar os efeitos dessa decisão na comunidade em geral, nos trabalhadores e na sociedade como um todo. Isso não significaria dizer que os administradores não podem tomar medidas que atinjam os empregados, a comunidade e a coletividade, como uma alteração de localização de planta produtiva, redução do número de funcionários ou aumento de preços, dentre outras medidas que possam afetar esses interessados, mas que seriam convenientes para a realização do objeto social. O que se espera é que esses efeitos sejam considerados no momento da tomada de decisões e que, uma vez avaliados, seja tomada a posição que, se não concilie todos os interesses, ao menos cause o menor impacto possível¹²⁰.

O dispositivo é evidentemente vago, o que permite que interpretações mais ou menos abrangentes sejam aplicadas, conforme cada caso concreto observado.

Em suma, pode-se dizer que, ainda que de maneira atabalhoada, o que a lei buscou foi afirmar que os administradores devem considerar os impactos da atividade empresarial em seus diversos *stakeholders*, bem como o papel da empresa dentro da sua comunidade¹²¹. Reconhece-se, no entanto, que o atual estímulo concedido aos administradores, especialmente

¹¹⁹ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comenta*da. vol.3. 2ª ed. rev. e ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p.127. ¹²⁰ LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coord.). *Direito das Companhias*. 2ª ed. atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p 812.

¹²¹ Lamy Filho resume os conceitos de "bem público" e da "função social da empresa", ao definir o que seria o "dever social da empresa": "O dever social da empresa traduz-se na obrigação que lhe assiste, de pôr-se em consonância com os interesses da sociedade a que serve, e da qual se serve. As decisões que adota (...) têm repercussão que ultrapassam de muito seu objeto estatutário, e se projetam na vida da sociedade como um todo. Participa, assim, o poder empresarial do interesse público, que a todos cabe respeitar." (LAMY FILHO, Alfredo. A Função Social da Empresa e o Imperativo de sua Reumanização. In: Revista de Direito Administrativo. vol.190. Rio de Janeiro: Renovar. out/dez. 1992. p.58)

em razão do modelo de pagamento bônus anuais com base no resultado obtido no ano imediatamente anterior e da necessidade de divulgação de balancetes a cada trimestre, é que eles foquem sua atuação nos resultados de curto prazo, apresentando o melhor retorno possível nesse exíguo lapso temporal. Esse estímulo perverso evidentemente faz com que, diante do sopesamento entre os interesses de lucro imediato de seus acionistas – muitas vezes confundido como o interesse social – e o bem público e a função social da empresa, aqueles prevaleçam, de forma a atender também o interesse dos próprios administradores em manterse no cargo ou alcançar o pagamento de bônus mais vultuosos.

Um estudo elaborado pela Mckinsey & Company em conjunto com o *Canada Pension Plan Investment Board* (CPPIB), demonstrou que 79% dos executivos nível "C"¹²² e dos membros de conselho de administração entrevistados declararam se sentir pessoalmente pressionados a entregar resultados financeiros no prazo de dois anos ou menos. Por outro lado, 86% deles declarou que essa pressão está em contraste com as suas convicções, uma vez que acreditam que um horizonte temporal maior para tomar decisões de negócio poderia afetar positivamente a *performance* empresarial de várias maneiras, incluindo por meio do fortalecimento dos retornos financeiros de longo prazo e do aumento da inovação¹²³. A falta de jurisprudência ou questionamentos de minoritários a órgãos decisórios, como a CVM e os tribunais, colabora ainda mais para que a cultura de estímulo às decisões com vistas ao retorno financeiro de curto prazo seja perpetuada nas companhias.

Von Adamek traz ainda outra crítica ao dispositivo, ao destacar que o legislador não se preocupou em trazer sanção eficaz para os casos em que os administradores negligenciarem os interesses externos à companhia. Assim, na opinião do autor, a utilidade da regra ficaria restrita a servir de escudo para que o administrador não possa ser responsabilizado pela companhia ou pelos acionistas caso, em uma situação concreta, conceda prevalência a interesses externos em detrimento aos da companhia. Essa permissão concedida pela lei, no entanto, conforme visto acima, fica prejudicada em razão do modelo de estímulo às decisões de curto prazo¹²⁴.

¹²² Executivos nível C ou *C-executives* é uma expressão americana utilizada para denominar os executivos de mais alto nível nas empresas, por ocuparem cargos cuja designação se inicia com a letra C, tradicionalmente o *chief executive officer* (CEO) (diretor presidente), o *chief operations officer* (COO) (diretor de operações) e o *chief financial officer* (CFO) (diretor financeiro).

¹²³ BAILEY, Jonathan; BÉRÜBÉ, Vincent; GODSALL, Jonathan; e KEHOE, Conor. Focusing Capital on Long Term. Short-termist: insights from business leaders. Jan, 2014. Disponível em: http://www.fcltglobal.org/docs/default-source/default-document-library/20140123-mck-quarterly-survey-results-for-fclt-org_final.pdf%3Fsfvrsn%3D5078258c_0+&cd=1&hl=pt-BR&ct=clnk&gl=br. Acesso em: 16/02/2018.

¹²⁴ ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade Civil Dos Administradores De S/A (e ações correlatas)*.
São Paulo: Saraiva, 2009. p.144.

3.4. Dos conflitos dos administradores

Não se pretende com esta exposição inferir que a postura esperada dos administradores seja cristalina em todas as situações, nem mesmo que estes não se deparem, diariamente, com conflitos existentes interna e externamente nas empresas. Conforme visto, existem teorias que abordam situações nas quais o administrador tem deveres para a companhia que superam o mero interesse dos sócios, ao passo que para outras o interesse dos acionistas deveria prevalecer. Mas, mesmo nessa última situação, existiriam aquelas empresas nas quais os acionistas podem ser socialmente sensíveis, nada obstante existir um conflito de agência com os administradores. Há que se considerar ainda as situações de pluralidade de interesses entre os próprios acionistas, como nos casos de companhias abertas.

Assim, realizamos uma separação didática dos conflitos encontrados, de forma a melhor abordar cada um deles.

3.4.1. Dos diversos tipos de empresa - Negócios Sociais, Empresa Tradicional Socialmente Responsável, Empresa Tradicional Indiferente, Sociedade de Economia Mista

Conforme visto, os conflitos enfrentados pelos administradores não serão os mesmos, dependendo do tipo de empresa que administram, do modelo de capital da empresa (concentrado ou disperso) e das particularidades de cada uma das estruturas organizacionais.

Assim, entendemos que poderá haver uma gradação no modelo e no tipo de conflito enfrentado, dependendo da estrutura na qual a decisão deverá ser tomada.

O primeiro e mais simples deles seria dentro da estrutura de uma empresa definida como um negócio social. Negócios sociais são estruturas empresariais que se assemelham a negócios tradicionais, no sentido de terem como objetivo a geração de lucro para os seus acionistas (o que as diferencia das ONGs e demais modelos sem fins lucrativos), mas que também possuem como objetivo declarado a geração de impacto social\ambiental positivo.

Nos Estados Unidos da América, esse modelo é chamado de *Benefit Corporation*¹²⁵. A métrica de sucesso desse tipo de organização empresarial leva em consideração dois fatores: lucro e impacto. O empreendimento não será considerado como de sucesso caso não atinja qualquer dessas duas metas. Ao invés de apenas permitir que os administradores levem em considerações outras questões além da maximização do valor da empresa, como questões éticas por exemplo, neste modelo exige-se dos administradores que o façam¹²⁶. O peso concedido a uma e a outra métrica pode variar, o que irá depender, na prática, da relevância dada pelos investidores para cada uma dessas variáveis. Grande parte dos fundos de investimento voltados para adquirir participação neste tipo de empresa, condiciona o desembolso de novos investimentos à demonstração do resultado do impacto, juntamente com o desempenho financeiro.

Neste modelo não há conflitos por parte do administrador no sentido de escolher se a empresa deve ou não direcionar seus recursos para iniciativas sociais e ambientais, uma vez que a geração de impacto positivo é um dos objetivos intrínsecos a esta modalidade. Os conflitos podem variar no sentido da seleção de projetos ou mesmo de qual objetivo priorizar, o que acreditamos que apenas irá ocorrer caso os objetivos daquele determinado negócio social não estejam tão claros ou devidamente delimitados pelos seus acionistas. No entanto, em regra, esta é uma das modalidades de menor grau de conflito dentro do tema objeto do presente trabalho.

A segunda modalidade de empresa analisada são os negócios tradicionais (empresas voltadas para geração de lucros), mas que declaram seja em seu objeto social, seja em seus códigos (código de conduta, códigos de ética, valores declarados, missão, etc.), buscar valores sociais e atender a princípios de responsabilidade social corporativa.

A empresa brasileira Natura, por exemplo, conforme já destacado anteriormente, declara em seu estatuto social que o desenvolvimento das atividades relacionadas ao objeto social levará em consideração os interesses, de curto e longo prazo, da Companhia e de seus acionistas, mas também os efeitos econômicos, sociais, ambientais e jurídicos, de curto e longo prazo dessas atividades em seus colaboradores, fornecedores, parceiros, clientes e demais credores, bem nas comunidades em que a Companhia atue local e globalmente¹²⁷.

⁻

¹²⁵ CUMMINGS, B. *Benefit Corporations: How to Enforce a Mandate to Promote the Public Interest.* Columbia Law Review. 2012. 112(3): 578–612.

¹²⁶ HART, Oliver e ZINGALES, Luigi. op. cit. p.260.

¹²⁷ "Art. 3º. Parágrafo único. O desenvolvimento das atividades relacionadas ao objeto social leva em consideração os seguintes fatores: (i) os interesses, de curto e longo prazo, da Companhia e de seus acionistas, e (ii) os efeitos econômicos, sociais, ambientais e jurídicos, de curto e longo prazo, em relação aos seus

Importante se observar que, no caso da Natura, o estatuto social concedeu o mesmo destaque aos interesses da companhia e de seus acionistas (salientando que devem ser interesses de curto e longo prazo) que aos efeitos que suas atividades terão nos seus colaboradores, fornecedores, parceiros, clientes, credores e na comunidade. Para nós resta clara a adoção por esta companhia da teoria dos stakeholders em seu documento social. Isso porque, é importante que se destaque que a teoria dos stakeholders não ignora a relevância dos interesses dos acionistas na companhia, mas, pelo contrário, reconhece que estes são um dos muitos stakeholders que podem ser impactados - e, portanto, possuem interesses que devem ser considerados - pelas atividades da empresa. Portanto, a simples menção dos demais interesses em situação de igualdade à dos interesses da companhia e de seus acionistas, expressa o compromisso da empresa em respeitar e promover os demais valores ali mencionados.

Em empresas como essa entendemos que podem surgir alguns conflitos, não relacionados à possibilidade ou não de que a empresa considere e eventualmente tome medidas para promover questões sociais e ambientais, uma vez que isso está claramente autorizado em seu estatuto. Os conflitos vislumbrados podem se relacionar a a) o tipo de medida a ser implementada, uma vez que o julgamento de quais valores devem ser promovidos em detrimento de outros e quais investimentos realizar para tal promoção podem variar de acordo com o tomador de decisão e b) a situações concretas nas quais esses interesses conflitarem com o dos acionistas, em que medida um ou outro deve prevalecer.

A solução de ambos dependerá do nível de liberdade e flexibilidade que os acionistas (especialmente os controladores, considerando a estrutura de capital) desejam dar à administração. No primeiro caso, se desejarem manter os projetos e valores estabelecidos no nível dos acionistas, poderão prever no estatuto que tais iniciativas devem ser previstas no plano de negócios, o qual, por sua vez, dever ser submetido e aprovado anualmente pela assembleia. Caso contrário, poderão permitir que seus administradores tomem a decisão no dia a dia da empresa. Importante mencionar que, especialmente neste último caso, desde que os investimentos guardem relação com os valores e objetivos da empresa e que não sejam feitos com desvio de finalidade (como para beneficio próprio do administrador ou terceiros, desvio de recursos, etc.), os administradores não podem ser responsabilizados por tais

colaboradores, fornecedores, parceiros, clientes e demais credores, bem como das comunidades em que a Companhia atue local e globalmente." (Estatuto Social da Natura Cosméticos S.A., 20.04.2018. Disponível em: https://natu.infoinvest.com.br/governanca-corporativa/estatuto-codigos-e-politicas. Acesso em: 20 nov.2018)

decisões de investimento, uma vez que estes estariam cobertos pela regra da *business judgment rule*. Para o segundo caso, nos remetemos ao item 3.4.2 abaixo.

Existem, no entanto, casos em que a empresa não possui qualquer documento (estatuto ou política interna) no qual declara abertamente sua opção por promover outros interesses além do interesse dos acionistas, hipóteses em que se pode presumir existir a adoção implícita do modelo da teoria da firma. No entanto, conforme visto acima, mesmo para estes casos, a atuação da empresa, dos administradores e dos controladores, não pode se dar de forma livre e em completa indiferença aos impactos que as atividades da empresa podem causar à sociedade e ao meio ambiente, uma vez que a lei trouxe expressamente a obrigação de que estes observem o bem público e a função social da empresa.

Dessa forma, mesmo nessas empresas, entendemos que o administrador não está proibido de adotar iniciativas de cunho social e ambiental, mas desde que guardem relação com as atividades e os objetivos da empresa. Isso porque, estudos demonstraram que tais iniciativas, desde que relacionadas à atividade da empresa, podem reverter em aumento do retorno financeiro dos acionistas, de forma que atenderiam também às exigências do modelo de empresa voltada à geração de lucro aos acionistas. É o que se verá no capítulo 4 deste trabalho.

No entanto, é importante ressaltar que esses investimentos, caso ocorram, devem ser realizados como parte de um plano de investimentos ou modelo de negócios da empresa, tendo como objetivo a reversão da iniciativa em aumento de lucratividade ou do valor das ações da empresa, seja a longo ou curto prazo. Isso porque, cabe destacar que o §2º do artigo 154 da Lei da Sociedade por Ações estabelece expressamente que não pode o administrador praticar ato de liberalidade às custas da companhia. Isso significa dizer que por melhor que sejam as suas intenções, não pode o administrador praticar atos de filantropia ou fiduciários *sponte sua*. Seu dever é fazer com que a companhia atinja seu objeto social (conceito que, conforme vimos, pode variar amplamente), de forma que, seja este qual for, deve ser respeitado e preservado pelo administrador.

3.4.2 Interesse do acionista em conflito com o interesse social

Quer se considere o interesse social como o resultado da comunhão dos interesses de todos os sócios, quer se considere como um conceito mais amplo e independente desses, certo é que é tarefa do administrador gerir os diversos interesses dentro da sociedade e sopesá-los

em sua tomada de decisão. A gestão dos diversos interesses que circundam a companhia é, inclusive, conforme visto, o objeto principal de estudo da Teoria dos *Stakeholders*.

No contexto dessas discussões, o interesse dos sócios por vezes é tratado de forma agregada, como um bloco único a ser mensurado e considerado pelo administrador. No entanto, a realidade das empresas é diversa e o administrador, não raro, se depara com interesses díspares entre os sócios da mesma empresa.

Tullio Ascarelli foi um dos primeiros autores a desenvolver a doutrina a respeito dos contratos plurilaterais, tendo como ponto de referência o contrato de constituição da sociedade¹²⁸. O autor elenca uma série de características específicas dos contratos de sociedade, que os diferenciam dos contratos bilaterais.

A primeira e mais elementar delas, é a possibilidade de participação de mais de duas partes, assumindo todas elas direitos e obrigações¹²⁹. Cada parte tem, assim, obrigações não para com uma outra parte, mas sim para todas as outras partes do contrato. O mesmo ocorre com a oponibilidade dos direitos.

Outra característica desse tipo de contrato, de maior relevância para a discussão que se pretende fazer, é a pluralidade de interesses de cada uma das partes. Ainda que todos possuam um escopo final comum, denominado por Ascarelli como "comunhão de fim"¹³⁰, cada uma das partes pode possuir, individualmente, um interesse próprio e, eventualmente, contrastante ao das demais.

Essa característica dos contratos plurilaterais, muitas vezes ignorada pelas doutrinas do interesse social ou da gestão dos interesses na sociedade, é um dos pontos de maior dilema para os administradores, especialmente em empresas em que o controle é disperso, fragmentado, ou que não possuem controle definido.

Colocam-se, então, duas situações-dilema para o administrador. A primeira delas quando o interesse dos sócios, ainda que uno, não coincide com o melhor interesse social. Um exemplo tradicional desse tipo de conflito é a tomada de decisões que gerarão distribuição de dividendos imediata (retorno/investimentos de curto prazo) em contraposição a decisões de investimento que preservarão a manutenção da companhia ao longo do tempo e podem resultar em valorização de mais longo prazo. Outro exemplo que melhor se relaciona com o

¹²⁸ ASCARELLI, Tullio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. São Paulo: Saraiva, 1945.

¹²⁹ O autor destaca que nos contratos bilaterais, ainda que existam mais de duas partes, como vários vendedores e vários compradores, por exemplo, eles sempre podem ser agrupados em dois grupos distintos e uniformes. No contrato plurilateral isso não se verifica.

¹³⁰ ASCARELLI, Tullio. Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado. op. cit. p.271.

objeto do presente estudo, é a realização de investimentos em melhorias de governança corporativa, ambientais, de relacionamento com os fornecedores e a comunidade, que podem significar custos imediatos, mas resultarão em maior estabilidade e valorização para a companhia no futuro.

A segunda situação-dilema se dá quando, dentro de uma mesma sociedade, os sócios possuem interesses e aspirações diversas. Não é incomum que dentro de uma mesma empresa, especialmente nas companhias abertas (nas quais, via de regra, o elemento *affectio societatis* é menos presente), existam sócios com interesses e aspirações opostas entre si. Pode, assim, um sócio esperar que a companhia adote melhores práticas de sustentabilidade, de governança e de respeito ao meio social e ambiental, ao passo que outro espere dos administradores uma postura mais orientada para a *performance* financeira.

Entendemos que, nesse caso, primeiramente o administrador deve avaliar quais são as políticas e direcionamento público da empresa. Caso se trate de empresa socialmente responsável, conforme delimitação didática feita acima, ele deve se ater aos parâmetros préestabelecidos de atuação – já de conhecimento dos acionistas no momento da realização do investimento. No entanto, caso se trate de empresa tradicional indiferente, entendemos ser aplicável a regra da *business judgment rule*. Ao ser eleito, o administrador recebeu um mandato dos acionistas para que tome determinadas decisões de investimento. Assim, caberá a este desempenhar esta tarefa, em linha com os melhores interesses da companhia. Destacase que, caso este opte por realizar investimentos de cunho social e ambiental, estes devem ser feitos como parte da estratégia de crescimento e desenvolvimento da empresa. A regra da *business judgement rule* jamais autoriza que o administrador pratique atos de liberalidade às custas da companhia. O que se permite é que este escolha qual a melhor estratégia de crescimento, mas o foco sempre será o desenvolvimento e fortalecimento da empresa.

Caso algum dos acionistas esteja insatisfeito com o direcionamento dado aos negócios da empresa, em se tratando de companhia aberta com liquidez, poderá alienar sua participação societária em bolsa ou, caso entenda que o administrador excedeu os poderes a ele concedidos, propor ação de responsabilidade. Em se tratando de companhia fechada, torna-se mais fácil destituir o administrador e, da mesma forma, em caso de desvio na atuação, mover ação contra este. O mesmo poderá ser feito em caso de companhias abertas com ações negociadas em situação de baixa liquidez.

Ambas as medidas possíveis – destituição do administrador ou propositura de ação de responsabilidade - deverão sempre ser submetidas à aprovação da assembleia geral. Caso a assembleia entenda pela manutenção do mandato do administrador, entende-se que a sua

estratégia está alinhada com o interesse da maioria dos acionistas. A mesma interpretação se aplica à propositura de ação de responsabilização do administrador. Esta, no entanto, só é cabível em caso de comprovado desvio de conduta. A simples opção por um determinado modelo de gestão, ainda que desagrade os acionistas, ou um determinado grupo de investidores, não dá ensejo à responsabilização do administrador, uma vez que este estará protegido pela *business judgement rule*.

3.4.3 Interesse do acionista em conflito com o interesse do administrador

Há que se reconhecer, ainda, apesar de menos comum, notadamente em sistemas regulatórios como o brasileiro, que conflitos poderão provir de outras fontes além dos acionistas ou dos *stakeholders* externos à companhia. Conforme visto no capítulo sobre objetivo social, podem ocorrer situações dentro de companhias socialmente conscientes, nas quais os administradores sejam a barreira para a implementação de medidas sociais e ambientais, por darem prevalência a seus próprios interesses. Não se pretende com essa afirmação inferir que o administrador estaria legitimado a ter algum interesse próprio nas atividades da empresa. Conforme visto, sua obrigação é vincular-se exclusivamente ao melhor interesse social, seja qual for a definição adotada para tal conceito. As situações de interesse privado pelo administrador na tomada de decisões da companhia são tratadas como conflitos de interesse nas quais, por força do artigo 156 da Lei da Sociedades por Ações¹³¹, o administrador, via de regra, deve se abster de votar ou de qualquer forma participar da tomada de decisão¹³².

-

[&]quot;Art. 156. É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe científicá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse.

^{§ 1}º Ainda que observado o disposto neste artigo, o administrador somente pode contratar com a companhia em condições razoáveis ou equitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros.

^{§ 2}º O negócio contratado com infração do disposto no § 1º é anulável, e o administrador interessado será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que dele tiver auferido."

¹³² Nos últimos anos, a CVM teve a oportunidade apreciar a questão do conflito de interesses algumas vezes, tendo a jurisprudência da autarquia variado conforme a composição de seu colegiado. No caso TIM (Inquérito Administrativo CVM TA/RJ2001/4977), julgado em dezembro de 2001, prevaleceu a tese do conflito formal para sócios, ou seja, nenhum dos acionistas poderia votar em matéria na qual potencialmente votariam em conflito de interesses. A vedação era cautelar e absoluta. "Na presente hipótese, é inquestionável, a meu ver, que o beneficio do controlador decorre do próprio contrato por figurar ele nos dois lados, razão pela qual deveria abster-se de votar independentemente de o contrato ser ou não equitativo. Trata-se de negociação consigo próprio" (Trecho do voto vencedor da Diretora Norma Parente). Nesse caso, não se enfrentou a questão do conflito de interesse dos administradores. Um ano depois, em novembro de 2002, foi julgado o Caso PREVI

No entanto, nem sempre as situações são totalmente cristalinas a ponto de apontarem diretamente o conflito de interesse do administrador. Em algumas delas o interesse não é direto na deliberação em si, mas podem ocorrer conflitos por exemplo no que se refere ao melhor direcionamento para a companhia, que se refletem nas decisões emanadas por estes no dia a dia da empresa. Foi justamente reconhecendo a possibilidade de existência de tais conflitos que se criou a teoria dos conflitos de agência, para tratar das situações nas quais os interesses dos administradores estão em conflito ou são de alguma forma divergentes dos interesses dos acionistas.

Tais situações são mais comuns em mercados com predominância de empresas de capital disperso, como os Estados Unidos da América, por exemplo, nos quais, pela falta de um acionista controlador, o controle da organização passa a ser exercido por executivos não titulares de participação societária (ou detentores de um número pequeno de ações). Assim surgiu o debate a respeito de como garantir que os administradores ajam de acordo com o esperado pelos acionistas. Em países como o Brasil, o principal conflito observado é entre acionistas controladores e minoritários.

(Inquérito Administrativo CVM TA/RJ2002/1153), no qual prevaleceu a tese do conflito material. Segundo essa tese permite-se que o acionista vote, na suposição de que ele não faltará com os deveres que lhe são impostos no artigo 115, caput, e no artigo 116, na hipótese de ser acionista controlador. Caso comprovado que este faltou com o seu dever, seu voto será tido como ilegal e a deliberação poderá ser anulada, se este voto tiver sido determinante para a formação da maioria necessária à validade da deliberação. Novamente não se enfrentou a questão do conflito para administradores. No ano de 2004, a questão voltei a ser enfrentada, dessa vez no caso AMBEV (Processo Administrativo CVM nº RJ2004/5494). Na ocasião, prevaleceu a tese do conflito material para sócios e a tese do conflito formal para administradores. Entendeu-se que as regras de conflito aplicáveis ao conflito de administradores são diferentes das aplicáveis ao conflito de acionistas, pois os deveres e responsabilidades dos administradores são diferentes dos deveres e responsabilidades dos acionistas.

Em meio a tais precedentes, a CVM editou em agosto de 2006 o Parecer de Orientação 34/06, segundo o qual "é razoavelmente pacifico que a hipótese de beneficio particular é diferente da hipótese de conflito de interesses, no texto do art. 115, \S 1° , da Lei 6.404/76.Também é razoavelmente pacifico que em caso de benefício particular o acionista está previamente impedido de votar. Mas é normalmente difícil distinguir as hipóteses de benefício particular das hipóteses de conflito de interesses". Esse Parecer de Orientação estabeleceu que, no entender da CVM, a sociedade incorporadora estaria impedida de votar em assembleia da incorporada quando houver relação de controle e a relação de troca mais favorável for mais favorável ao controlador do que aos demais acionistas. Posteriormente, em 2010, a autarquia voltou atrás novamente em seu entendimento, ao votar pela prevalência do conflito de interesses formal para sócios, no caso Tractebel (Processo Administrativo CVM nº RJ2009/13179). Por fim, novamente em 2013, a questão voltou a ser enfrentada no caso Oi (Processo Administrativo CVM nº RJ2013/10913). Em seu voto vencedor, a Diretora Ana Novaes diferenciou as hipóteses de voto exercido em benefício particular, situação em que estariam em jogo apenas interesses particulares dos acionistas, daquele exercido em conflito de interesses, hipótese em que estariam em choque interesses particulares do acionista com interesses sociais da companhia. Na ocasião, a Diretora ratificou o entendimento proferido pelo Diretor Otávio Yazbek no Caso Tractebel, que entendeu que contratos bilaterais entre acionista e companhia se encaixariam mais adequadamente na hipótese de conflito de interesses. Assim, neste último caso, a Diretora entendeu que nao haveria beneficio particular para os acionistas da Telemar, e que não caberia a aplicação do Parecer de Orientação da CVM nº 34. Permitiu-se, assim, que os acionistas da Telemar votassem na assembleia geral extraordinária da Oi S.A.

No entanto, conforme apontado no capítulo a respeito das doutrinas sobre a função e as finalidades da empresa, Adi Libson¹³³ identificou a possiblidade de existência de um conflito de agência nas situações nas quais os acionistas são socialmente sensíveis e preferem optar, em determinadas situações, por decisões que resultariam em menor retorno financeiro para a companhia, mas que causariam menor impacto social e ambiental.

Isso porque, na visão do autor (que reflete tendo como base a realidade das empresas americanas), dentro do contexto empresarial os acionistas seriam os personagens com maior tendência a priorizar questões sociais sobre a maximização dos lucros, em comparação com os administradores. A razão para tal disparidade seria o fato de que os administradores seriam muito mais sensíveis à variação nos lucros do que os acionistas. Ainda que o benefício que eles obtenham das medidas sociais seja similar ao dos acionistas (uma vez que estão inseridos na mesma sociedade), o seu ganho pessoal por cada incremento nos lucros seria bem maior do que o dos acionistas. Como eles precisariam abrir mão de um benefício pessoal bem maior por conta do mesmo retorno social, eles seriam mais resistentes a promover objetivos sociais do que os acionistas. Como consequência, mesmo nos casos em que os acionistas estivessem dispostos a promover objetivos sociais a custas dos lucros, os administradores da empresa poderiam não promover esses objetivos, ainda que isso aumentasse o bem-estar dos acionistas.

As razões para a maior sensibilidade dos administradores às variações no lucro seriam principalmente duas¹³⁴. A primeira delas é a não diversificação da exposição dos administradores em relação aos acionistas. Segundo o autor, em regra, os acionistas são diversificados no que se refere à titularidade de ações, ou seja, eles investem simultaneamente em mais de uma companhia e, portanto, a variação no lucro de uma delas representaria um impacto diluído na universalidade de investimentos daquele acionista. Já para os administradores, seu maior capital – o capital humano – é não diversificado. Seu valor é, em certa medida, atrelado à *performance* das empresas que administram. O valor de suas habilidades para o mercado de trabalho é em grande parte determinado pelo desempenho financeiro das empresas que administra ou tenha administrado. Para os acionistas, uma redução nos lucros significaria, assim, a diminuição de dividendos/ganhos de capital de uma das muitas empresas de sua carteira ou *portfolio*. Já para os administradores isso significaria

¹³³ LIBSON, Adi. op. cit. p.8.

¹³⁴ LIBSON, Adi. op. cit. p.9.

impacto muito maior em sua condição financeira e seu bem-estar. Daí porque, para o autor, os administradores seriam muito mais resistentes à implementação de objetivos sociais ¹³⁵.

A segunda razão é o mecanismo criado para solucionar a questão do conflito de agencia tradicional — enraizado na preferência dos administradores pelo lazer ao invés do trabalho, de forma a fazer com coloquem os interesses da empresa e dos acionistas em primeiro lugar e visando aumentar sua sensibilidade ao sucesso da empresa, foram criados os modelos de bônus atrelado ao atingimento de determinadas metas financeiras. O objetivo de tais mecanismos foi assegurar que os administradores iriam se dedicar mais à *performance* financeira da empresa. Nessa lógica, quanto maior a sensibilidade dos administradores ao aumento de resultados, melhor. No entanto, a situação é diferente quando as preocupações sociais dos acionistas são levadas em consideração. Nesses casos, podem ocorrer situações em que a sensibilidade dos administradores seja alta demais. Bônus e opções criam incentivos poderosos, que desencadeiam altos níveis de sensibilidade ao lucro. Em alguns casos inclusive, eles geram os chamados precipícios: se os lucros ultrapassarem um determinado valor, o administrador recebe todo o bônus, mas se não, o administrador não ganha nada. Nesses casos, o aumento de um real no lucro da companhia, pode aumentar o lucro e o bemestar do administrador em muito mais do que um real¹³⁶.

A nosso ver, a forma de mitigar essa segunda questão seria a criação de metas atreladas ao bônus também de cunho não financeiro. O administrador poderia estar vinculado

las Para ilustrar sua posição Adi Libson apresenta o seguinte exemplo: suponha-se que o ganho do administrador dependa da performance anterior da empresa em seu setor, de forma que sua compensação aumentará na mesma proporção em que os lucros da empresa que administra superem a média do setor. Assim, assumindo-se que a empresa precisa decidir se gastará dois milhões de dólares para reduzir a poluição em seu processo produtivo. Se ela gastar os dois milhões de dólares, ela terá lucro líquido de 10 milhões e, se ela não gastar, o lucro será de 20 milhões de dólares. Excluindo o componente da performance anterior, a compensação futura do administrador é de um milhão de dólares. Se o lucro médio das empresas no segmento for de 10 milhões e a companhia investir na redução da poluição, isso fará com que o administrador seja inelegível pelo bônus de performance. Ao invés de 1,2 milhões em razão do componente da performance anterior, seu bônus estará limitado a 1 milhão. A perda do administrador nesse caso será de 16,67% em sua compensação esperada, o que fará com que eles sejam contrários à realização da despesa pela empresa.

¹³⁶ Também para essa situação o autor apresenta um exemplo. A empresa ABC precisa decidir se passará a adotar uma modelo de combustível mais "limpo". Essa mudança representará um custo adicional de R\$ 500.000,00. O novo administrador espera aumentar o valor da empresa em 30% por ano, que representaria um aumento de 3 milhões de reais. Se a empresa decidir passar a utilizar o combustível ecológico, o aumento do valor esperado da empresa será de apenas 2,5 milhões. O resultado financeiro de tal decisão para o administrador é uma redução em seu bônus: dos esperados 90 mil para 45 mil. Isso representa um impacto financeiro alto para o administrador, especialmente se o bônus possui um papel relevante no seu pacote de compensação. Assim, as chances de o administrador ser contra a mudança para o combustível limpo são altas, uma vez que o custo que ele terá que pagar para promover essa questão ambiental é muito alto. A situação é outra para os acionistas. Eles também irão suportar um custo financeiro pela decisão de mudar o combustível. Seu ganho esperado será reduzido de 29,1% para 24,55%. Eles terão uma redução de 46 centavos no valor de suas ações da companhia. O impacto dessa decisão em seu portfólio de investimentos será margina, diminuindo seu valor em 0,0005 por cento. Assim, ainda que ambos acionista e administrador valorizem questões ambientais, a preferência por adotar ou não adotar a medida pode mudar, em razão do custo que cada um deles terá de suportar para isso.

a reduzir em determinada porcentagem a emissão de gases tóxicos pela companhia por exemplo. Entendemos também que outros fatores podem levar ao conflito de interesses entre sócios socialmente sensíveis e seus administradores. Convições pessoais do administrador sobre a função social da empresa e a forma de administrar uma companhia, por exemplo, podem desempenhar um papel importante. Para nós, a maior contribuição desse estudo foram as medidas apresentadas pelo autor para solucionar esse impasse.

A ideia geral para lidar com situação de desalinhamento entre as preocupações sociais dos sócios e os interesses dos administradores é delegar as decisões que envolvem impacto social e ambiental para os acionistas¹³⁷. Para o autor, esse seria o único meio realmente eficaz para solucionar o conflito de agência apresentado. A simples imposição dos deveres fiduciários aos administradores, vinculando-os aos interesses dos sócios seria de difícil implementação diante de questões sociais. Além do mais, para se demonstrar que os administradores fugiram ao atendimento do melhor interesse dos sócios, é necessário que haja uma delimitação clara de quais são os melhores interesses dos sócios. Considerando a ampla gama de objetivos possíveis quando se trata de objetivos sociais, seria difícil determinar se os administradores teriam desviado desses interesses de forma global. Se mesmo quando o interesse declarado dos acionistas é a simples maximização dos lucros já é suficientemente complicado determinar tal desvio, isso se torna ainda mais complicado quando existe mais de um objetivo, especialmente no caso dos sociais.

Existiriam, assim, duas formas de se implementar esse modelo: de baixo para cima e de cima para baixo. No modelo de baixo para cima os acionistas teriam direito de incluir propostas nas deliberações da assembleia geral que se relacionem a questões sociais e ambientais. A segunda opção, de cima para baixo, seria estabelecer um comitê no conselho de administração, responsável por identificar questões sociais significativas que os sócios poderiam estar interessados em promover mesmo às custas do lucro. O comitê não poderia tomar uma decisão unilateral a respeito dessas questões, mas convocaria os acionistas para se manifestarem antes de tomarem a decisão final. Ainda que o comitê fosse integralmente independente, ele não poderia tomar a decisão isoladamente, uma vez que essa dependeria da manifestação de preferência dos acionistas.

¹³⁷ LIBSON, Adi. op. cit. p.13.

3.5 Deveres dos controladores

Além das disposições a respeito dos administradores e seus deveres fiduciários, a lei brasileira inovou em relação às demais legislações societárias estrangeiras ao reconhecer e definir expressamente a figura do acionista controlador. Isso porque, conforme relembram Lamy Filho e Bulhões Pedreira, a Lei da Sociedade por Ações foi promulgada em uma época em que todas as companhias abertas existentes no Brasil – com exceção de duas ou três – possuíam modelo de controle concentrado, ou seja, estavam sob controle de um acionista ou grupo de acionistas, muitas vezes membros de mesma família. A lei brasileira foi elaborada, portanto, para regulamentar essa realidade, de forma que ela não pode ser corretamente interpretada ou aplicada sem que se considerem as peculiaridades desse modelo¹³⁸.

Assim é que atualmente, no Brasil, nas companhias em que a maioria da assembleia é pré-constituída, o poder político é exercido pelo acionista ou grupo controlador dentro e fora das reuniões assembleares, exercendo este o poder supremo na sociedade: determina as deliberações da assembleia geral, dirige as atividades sociais e orienta o funcionamento dos órgãos da administração.

Comparato, em sua célebre explanação sobre o poder de controle nas sociedades anônimas brasileiras, concedeu ao controlador o *status* de órgão ou cargo social¹³⁹:

Na economia da nova sociedade anônima, o controlador se afirma como seu mais recente órgão, ou, se preferir a explicação funcional do mecanismo societário, como o titular de um cargo social. Cargo em sua mais vasta acepção jurídica, designa um centro de competência, envolvendo uma ou mais funções. O reconhecimento de um cargo, em qualquer tipo de organização, faz-se pela definição de funções próprias e necessárias. Ora, tais funções existem vinculadas à pessoa do controlador, pelo menos do acionista controlador. No vigente direito acionário brasileiro, elas podem resumir-se no papel de orientar e dirigir, em última instância, as atividades sociais (...)

Ao reconhecer e qualificar a figura do administrador, a lei societária também estabeleceu deveres a serem observados no desempenho de suas funções. Em razão do poder empresarial que reconhecidamente exerce, a lei societária passou a atribuir ao controlador

¹³⁹ COMPARATO, Fabio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983. p.107.

¹³⁸ LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coord.). op. cit. p 595.

deveres para com a comunidade em que a empresa atua, para com os que nela trabalham e os demais acionistas¹⁴⁰. Por essa razão é que, conforme visto no artigo 116 transcrito no item 3.3.3 acima, a lei societária estabeleceu que o acionista controlador, na busca pelo atingimento dos objetivos sociais, tem deveres e responsabilidades para com aqueles que trabalham na empresa e com a comunidade em que ela atua, cujos direitos ele deve lealmente respeitar e atender.

Autores do projeto que deu origem à Lei da Sociedade por Ações, Lamy Filho e Bulhões Pedreira apresentam suas reflexões sobre o conteúdo desta parte final do artigo 116, afirmando que a empresa é instituição fundamental na organização econômica e social das economias de mercado. Ainda que tenha função precípua de produzir bens econômicos, a empresa também desempenharia uma função tanto na produção quanto na circulação econômica e repartição de renda, assim como de agente da poupança e do investimento¹⁴¹. Segundo os autores, os direitos patrimoniais e a proteção jurídica das diversas modalidades de poder são instrumentos da organização social assegurados aos agentes para que possam desempenhar com eficiência seus papéis sociais, e não privilégios ou prerrogativas instituídos para seus sujeitos, de forma que o exercício de seus direitos e poderes somente é legítimo quanto ajustado à sua função social. Dessa forma, relembram que o poder de controle nas companhias não é estrito ao âmbito interna corporis, mas se projeta sobre a comunidade na qual a empresa se insere. Assim, o funcionamento de unidades de produção, especialmente as de grande porte, não seria uma preocupação exclusiva dos acionistas titulares das ações da empresa, mas de todos os empregados que nela trabalham, dos fornecedores que vendem seus insumos, dos financiadores, distribuidores, consumidores, além da própria economia do país e todos aqueles que são ou podem sem alcançados pelo desenvolvimento das atividades da empresa¹⁴².

Este entendimento é confirmado pela redação da Exposição de Motivos à Lei da Sociedade por Ações, segundo a qual o exercício do poder de controle só seria considerado legítimo se voltado para que a companhia realize o seu objeto social, e "enquanto respeita e atende lealmente aos direitos e interesses de todos aqueles vinculados à empresa - os que

¹⁴⁰ LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coord.). op. cit. p 592.

¹⁴¹ LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coord.). op. cit. p 607.

¹⁴² LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coord.). op. cit. p. 608.

nela trabalham, os acionistas minoritários, os investidores do mercado e os membros da comunidade em que atua." ¹⁴³

O poder de controle deveria, portanto, ser exercido com consciência não só do papel do controlador dentro da empresa, mas também de seus efeitos em todos os stakeholders da companhia, sejam eles internos, como funcionários e fornecedores, como externos, como a comunidade e o meio ambiente. No entanto, assim como no caso do art. 154, a lei falhou em trazer qualquer sanção para o caso de desrespeito por parte do controlador da observância de suas responsabilidades para com a comunidade. Essa omissão torna-se ainda mais evidente considerando que logo após o artigo em comento, a lei societária trouxe um rol de situações que devem ser consideradas como caracterizadores de abuso de poder de controle, prevendo sanção para as condutas ali descritas, mas olvidou-se de incluir a violação à parte final do art. 116 como uma dessas hipóteses. Comparato afirma que a lei teria procurado sancionar situações de desrespeito ao disposto no art. 116 por meio do inciso "a", §1º, do art. 117, ao caracterizar como modalidade de abuso de poder de controle situações em que o controlador oriente a companhia "para fim estranho ao objeto social ou lesivo ao interesse nacional, ou levá-la a favorecer outra sociedade, brasileira ou estrangeira, em prejuízo (...) da economia nacional" 144. A nosso ver a tentativa é tímida e falha em abarcar todas as situações tuteladas pelo parágrafo único do art. 116, como as situações de violação dos direitos dos trabalhadores ou da comunidade.

Essa omissão não ficou restrita à atuação do legislador. Surpreendeu-nos ver o quão pouco de atenção os doutrinadores brasileiros em geral dedicaram tanto à parte final do artigo 116, quanto à melhor definição do conceito de bem público e da função social da empresa, mencionados no art. 154 do diploma societário, especialmente considerando a falha legislativa ao omitir-se em relação às sanções aplicáveis, o que poderia, evidentemente, ser alvo de críticas por parte desses.

_

¹⁴³ BRASIL. Ministério da Fazenda. *Exposição de Motivos nº 196*, Brasília, DF, 24 jun. 1976. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anexos/EM196-Lei6404.pdf. Acesso em: 22 jul. 2018.

¹⁴⁴ COMPARATO, Fabio Konder. *Direito Empresarial: estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1990. p. 36.

PARTE III

4. O retorno dos investimentos sociais

Não por acaso os principais estudos quantitativos a respeito da relação entre a p*erformance* social e a p*erformace* financeira das companhias começaram a ser publicados a partir da década de 80, mesma década da famigerada publicação de Freeman. Trata-se de época de intenso debate a respeito do papel das empresas na sociedade e da responsabilidade por suas externalidades¹⁴⁵.

Era comum, à época, o estudo conjunto de três variáveis e a inter-relação entre elas: a performance social corporativa, a performance corporativa financeira (ou econômica) e o disclosure social, ou seja, o nível de divulgação que as empresas apresentam para as suas iniciativas sociais.

Uma relevante meta-análise¹⁴⁶ foi feita no ano de 1985 por Arieh A. Ullmann¹⁴⁷ que avaliou 13 estudos empíricos, entre estudos de caso e quantitativos, publicados entre os anos de 1970 e 1984, em busca de uma correlação entre as três variáveis mencionadas. Para desenvolver sua análise, Ullmann testou as seguintes hipóteses:

⁻

¹⁴⁵ Nicholas Gregory Mankiw define externalidade como o produto de uma ação que gera um impacto sobre o bem-estar de um terceiro que não participa da ação. Tem-se, assim, as externalidades negativas, quando esse impacto é prejudicial e as externalidades positivas, quando é benéfico para o terceiro. (MANKIW, Nicholas Gregory. *Introdução à economia*. Tradução de Allan Vidigal Hastings e Elisete Paes e Lima. São Paulo: Cengage Learning, 2013. p. 184.)

¹⁴⁶ Meta-análise é uma técnica estatística que integra os resultados de dois ou mais estudos independentes, sobre uma mesma questão de pesquisa, combinando, como conclusão, os resultados de tais estudos. Neste estudo utilizaremos apenas artigos baseados em meta-análises, por entendermos que este tipo de abordagem permite uma análise mais ampla e global do conjunto da literatura a respeito do tema que se pretende abordar. A meta-análise apresenta ainda três benefícios principais ao ser utilizada para estudar a relação entre CSP e CFP, conforme destacado por Orlitzky: "First, unlike a primary study, meta-analysis can correct for at least two study artifacts, sampling error and measurement error (i.e., lack of reliability). Second, meta-analytic results may form the basis of path analyses (Hunter and Schmidt, 1990), which can, unlike multiple regression results, depict collinear relationships among two independent variables. Third, and probably most important, metaanalysis does not rely on a limited sample of firms (e.g., Fortune 500 companies) and particular operationalizations of CSP (e.g., on the dubious Fortune Reputation Index; cf. Wood, 1995), FFP, and firm size. In other words, meta-analysis can pay tribute to the conceptual multidimensionality and "multiple operationism" of CSP." (ORLITZKY, Marc. Does firm size confound the relationship between corporate social performance and firm financial performance? Journal of Business Ethics, vol.33, nº 2, p.167-180, set.2001. p. 168.)

¹⁴⁷ ULLMANN, Arieh A. Data in Search of a Theory: A critical examination of the relationships among social performance, social disclosure, and economic performance. Academy of Management, vol.10, n°3, p.540-557, jul.1985. p.540.

Disclosure Social - Performance Social

H₁: A quantidade e a qualidade do *disclosure* social é positivamente correlacionada com a *performance* social.

Performance Social - Performance Econômica

H_{2a}: A *performance* social é positivamente correlacionada com a *performance* econômica.

H_{2b}: A *performance* social é negativamente correlacionada com a *performance* econômica.

H_{2c}: Níveis extremos de *performance* social são associados com baixa *performance* econômica¹⁴⁸.

Disclosure Social - Performance Econômica

Hipótese_{3ª}: O *disclosure* social reduz a incerteza informacional dos investidores.

Hipótese_{3b}: Altos níveis de *disclosure* social são positivamente correlacionados com a *performance* econômica.

Hipótese_{3c}: Altos níveis de *disclosure* social são negativamente correlacionados com a *performance* econômica.

Hipótese_{3d}: Níveis extremos de *disclosure* social são associados com baixa *performance* econômica¹⁴⁹.

Apesar do esforço, o autor se deparou com resultados inconsistentes e não encontrou nenhuma tendência entre os estudos analisados. Ao contrário, resultados conflitantes surgiram da análise:

Disclosure Social – Performance Social: De 7 estudos, 4 apontaram não haver qualquer correlação entre as variáveis, 2 encontraram relação positiva e 1 relação negativa.

Performance Social – Performance Econômica: De 13 estudos, 9 apontaram uma relação positiva, 4 não encontraram qualquer relação e 1 reportou uma relação negativa.

¹⁴⁹ As hipóteses 3b, 3c e 3d foram inseridas como uma combinação entre a hipótese 1 e as três hipóteses 2.

¹⁴⁸ A hipótese H2c foi inserida pelo autor por apontarem alguns estudos que existiria uma relação em U invertido entre a *performance* social e a econômica, o que equivaleria a dizer que existiria um ponto ótimo entre a *performance* social e a alocação de recursos correspondente. Isso existiria pois a *performance* econômica sofreria impacto caso existisse tanto muitos quanto poucos recursos alocados para a *performance* social.

Disclosure Social – **Performance** Econômica: De 11 estudos, 7 encontraram uma correlação positiva, 1 alguma relação (positiva ou negativa) e os demais não encontraram qualquer relação entre as variáveis.

As causas apontadas pelo autor para o resultado discordante foram a escassez teórica a respeito do tema, a definição inapropriada de termos-chave nos estudos analisados e deficiências na base de dados empíricas. Encerrou seu artigo afirmando que, naquele momento, as situações relativas às relações entre a *performance* social, o *disclosure* social e o desempenho econômico poderiam ser melhor caracterizadas como dados empíricos em busca de uma teoria adequada.

Dez anos após o estudo publicado por Ullmann, Wood e Jones publicaram novo artigo meta-analítico¹⁵⁰, que analisou 50 estudos empíricos da literatura da Responsabilidade Social Corporativa, entre estudos de caso e quantitativos, publicados entre 1970 e 1994, que tinham relação com a Teoria dos *Stakeholders*. A razão para a seleção dos estudos é que, segundo os autores, a Teoria dos *Stakeholders* (ainda que pouco desenvolvida naquela época), seria o pano de fundo teórico mais relevante para a mensuração e compreensão da *performance* social das empresas.

Segundo os autores, ao revisar o conjunto da literatura selecionada para o levantamento concluiu-se que os resultados produzidos são ambíguos em sua maioria porque esses estudos não escolheram variáveis e relações que seriam apropriadas em um cenário de análise do stakeholder x CSP.

Os autores desenvolveram, ainda, uma crítica global aos estudos avaliados em razão da disparidade de indicadores utilizados para medir a responsabilidade social corporativa das empresas, o que tornava a comparação entre eles e os resultados apresentados muito diversos. Enquanto os indicadores para medir a *performance* financeira de uma empresa são, em sua quase totalidade, índices financeiros, os indicadores para medir a *performance* social corporativa são os mais variados e, em sua grande maioria, não se relacionam diretamente com algum resultado financeiro.

Ao final do estudo, os autores expuseram 5 conclusões tentativas¹⁵¹, sendo duas delas mais relevantes:

¹⁵⁰ WOOD, Donna. J.; JONES, Raymond E. *Stakeholder mismatching: a problem in empirical research on CSP. International Journal of Organizational Analysis, vol.3, 3ed., 229-267, 1995.*

¹⁵¹ As demais conclusões são as seguintes:

[&]quot;Conclusion 1: The performance of a business firm has no simple set of antecedents and no simples consequences. Casuality is complex.

Conclusion 3: The relationship between corporate social performance and financial/economic performance is still ambiguous because (a) there is still no theory to clarify how these two should be related, although we are moving closer to such a theory by considering the importance of stakeholders to CSP; (b) there is no comprehensive, valid measure of CSP. (c) most studies are lacking in methodological rigor and are therefore of uncertain validity, reliability, and generalizability; and (d) there is confusion about which stakeholders are represented by which measures

Conclusion 4: Event studies consistently show a relationship between news of social irresponsibility and abnormal negative stock returns. This is the only methodology that has produced such consistent results. We conclude that it is not the methodology per se that is so powerful, but the appropriate match of variables within a cogent theory that this methodology demands. Market measures, used within market-based theory and illustration market processes, do show a relationship between social and financial performance. However, the demonstrated relationship is expressed negatively – bad social performance hurts the company financially, whereas we would prefer to have a theory and set of results expressing positive relationship – good social performance helps the company financially. ¹⁵²

Nota-se que, ainda que o estudo de Wood e Jones tenha contribuído com alguma indicação sobre a existência de uma relação positiva entre a *performance* social e a financeira das companhias (conforme a conclusão 4 acima), tanto este estudo quanto o publicado por Ullman demonstraram que, no período entre o início da década de 70 e o ano de 1994, a

Conclusion 2: Business do involve themselves, as Preston and Post predicted, in social responsibility activities related to their primary involvement in society. (...)

Conclusion 5: An extrapolated finding, not directly addressed in any of these studies but implicit in the "grand view" of them as a body of literature, is this: the social control of business occurs through business's relationships with stakeholders. Public policy controls (law, regulation, litigation, public agendas), market controls (consumer, owner, employee, supplier, and competitor expectations and behaviors), and normative controls (moral suasion, symbols, references to values, or reputation) do exist. These controls can be related to the nature of stakeholder expectations, experiences, and evaluations of firm behavior and so can inform a stakeholder theory of corporate social performance. This is a fruitful area for future research." (WOOD, D. J.; JONES, Raymond E. op. cit. p. 260.)

¹⁵² Em tradução livre as duas principais conclusões são:

Conclusão 3: A relação entre a *performance* social e a financeira/econômica ainda é ambígua porque: a) ainda não existe uma teoria para esclarecer como essas duas variáveis se relacionam, ainda que estejamos nos aproximando de uma solução ao considerar a importância dos *stakeholders* para a CSP; b) não existe nenhuma medida ampla e válida para medir a CSP; c) a maioria dos estudos carece de rigor metodológico e, consequentemente, possuem validade, confiabilidade e capacidade de generalização duvidosas; e d) existe uma confusão sobre quais *stakeholders* são representados por quais medidas.

Conclusão 4: Os estudos de eventos consistentemente mostram uma relação entre notícias sobre irresponsabilidade social e a desvalorização anormal do valor das ações de uma empresa. Essa é a única metodologia que tem produzido resultados consistentes. Concluiu-se que não é a metodologia em si que é tão poderosa, mas o encontro apropriado de variáveis com uma teoria cogente que essa metodologia demanda. Medidas de mercado utilizadas em uma teoria baseada no mercado, para ilustrar processos mercadológicos, apresentam sim uma relação entre a *performance* social e a financeira. No entanto, a relação demonstrada é expressada negativamente — a *performance* social ruim fere a *performance* financeira da companhia, enquanto seria preferível ter uma teoria e um grupo de resultados que expressassem uma relação positiva — a boa *performance* social ajuda a companhia financeiramente.

pesquisa empírica era carente de fundamentação teórica, havia sérios problemas sobre os indicadores utilizados para medir a *performance* social corporativa e os resultados acerca de uma relação positiva ou negativa entre a CSP e a CFP eram inconclusivos.

Este cenário começou a se alterar a partir do ano de 2001, com uma série de publicações de Marc Orlitzky a respeito da relação entre a *performance* social corporativa e a performance corporativa financeira.

A primeira delas, intitulada "Does Firm Size Confound the Relationship Between Corporate Social Performance and Firm Financial Performance?" buscava analisar empiricamente o argumento comum à época de que o debate sobre a relação positiva entre CSP e CFP era espúrio e que a real causa para tal resultado seria um terceiro fator, o tamanho da empresa¹⁵⁴.

Nesse estudo Orlitzky considerou 41 correlações entre CSP e o tamanho da empresa, combinando essa revisão quantitativa com a meta-análise de Wagner da relação empírica entre o tamanho da empresa e a CFP, incluindo, adicionalmente a meta-análise do próprio autor realizada em 1998 sobre a correlação entre CSP e CFP, criando, assim, um diagrama que considera as três variáveis.

A conclusão foi que o tamanho da empresa não é fator que possa confundir a relação entre CSP e CFP, ou seja, o tamanho da empresa não interfere no resultado da associação entre a *performance* social e a financeira. No mesmo ano Orlitzky conduziu outro estudo baseado na meta-análise que demonstrou que quanto maior a *performance* social de uma empresa menor o risco financeiro por ela incorrido. Essas, no entanto, não são as contribuições mais significativas do autor.

No ano de 2003, Orlitzky, em conjunto com Frank Schmidt e Sarah Rynes realizaram importante estudo meta-analítico sobre a relação entre CSP e CFP¹⁵⁵, que representou um marco na discussão a respeito da rentabilidade dos investimentos sociais e ambientais. O levantamento, que segundo os autores baseou-se em uma revisão metodológica mais rigorosa do que a que havia sido aplicada pelos estudos anteriores, considerou 52 estudos quantitativos entre 1972 e 1997, visando contribuir com estatística acumulada e organizada da relação entre

_

¹⁵³ ORLITZKY, Marc. op. cit.

¹⁵⁴ Essa discussão ganhou relevo com a publicação do artigo publicado por Peter A. Stanwick e Sarah D. Stanwick no *Journal of Business Ethics* denominado "*The Relationship between Corporate Social Performance, and Organizational Size, Financial Performance, and Environmental Performance: An Empirical Examination*" que concluiu por meio de uma análise empírica que em cinco ou seis anos tanto o tamanho da empresa quanto a sua lucratividade demonstravam uma relação significativa com a *Performance* Social Corporativa.

¹⁵⁵ ORLITZKY, Marc; SCHMIDIT, Frank L.; RYNES, Sarah L. op. cit.

as *performances* social e financeira, bem como avaliar a validade preditiva da dimensão instrumental da teoria dos *stakeholders* na relação entre CSP e CFP.

Os resultados obtidos com esse estudo foram animadores. Os estudos metaanalíticos, mesmo após a análise de sensitividade, confirmaram a Hipótese 1 do estudo, qual
seja, que a *performance* social e a *performance* financeira estão, como regra, positivamente
relacionadas em uma ampla gama de indústrias e estudos. Os autores destacaram, no entanto,
que quando o grupo meta-analítico era dividido em dois grupos, quais sejam, (a) aqueles que
utilizam uma definição mais estrita de *performance* social (que excluem indicadores de *performance* ambiental) e (b) estudos que consideram apenas a *performance* ambiental das
empresas, os resultados mostraram que a *performance* ambiental corporativa tem menor
relação com a *performance* financeira da companhia do que os demais indicadores de CSP.

O estudo apontou, ainda, que a *performance* social e a financeira se afetam mutuamente, em um círculo virtuoso: empresas de bom desempenho financeiro gastam mais em questões sociais porque podem arcam com os custos, mas a sua *performance* social também as ajuda a serem melhor sucedidas¹⁵⁶.

Sobre este ponto, Orlitzky apresenta importante reflexão relativamente às correntes doutrinárias econômicas neoclássicas 157:

This meta-analysis both rejects and confirms notions developed by neoclassical economists. On the one hand, it rejects the idea that CSP is necessarily inconsistent with shareholder wealth maximization (Friedman 1970; Levitt 1958). Instead, organizational effectiveness may be a broad concept encompassing both financial and social performance (Andrews 1987; Judge 1994). It is also worth noting that, according to most credible versions of stakeholder theory, shareholders are legitimate stakeholders. On the other hand, our findings also confirm the notions of libertarians such as Friedman that government regulation in the area of CSP may not be necessary. If the statistical relationship between CSP and CFP were negative, bottom-line considerations might constitute barriers to outcomes desired by the public, which in turn would make government intervention, which serves the 'public interest', a necessity. Yet, with CSP, the case for regulation and social control by governments (acting on behalf of 'society' or 'the public') is relatively weak because organizations and their shareholders tend to benefit from managers' prudent analysis, evaluation, and balancing of multiple constituents' preferences. Therefore, these actions are most likely adopted voluntarily, based on managers' cost-benefit analyses of a firm's investments.

¹⁵⁷ ORLITZKY, Marc; SCHMIDIT, Frank L.; RYNES, Sarah L. op. cit. p. 424.

78

¹⁵⁶ ORLITZKY, Marc; SCHMIDIT, Frank L.; RYNES, Sarah L. op. cit. p. 424.

O autor prossegue, em análise dos impactos dos seus estudos para os administradores, afirmando que¹⁵⁸:

Despite previous assumptions of inconclusive findings (for example, Jones and Wicks 1999; McWilliams and Siegel 2001; Roman et al. 1999; Ullmann 1985; Wood and Jones 1995), we can legitimately derive implications for corporate strategy from the meta-analysis. First and foremost, market forces generally do not penalize companies that are high in corporate social performance; thus, managers can afford to be socially responsible. If managers believe that CSP is an antecedent of CFP, they may eventually actively pursue CSP because they think the market will reward them for doing so. Top managers must learn to use CSP as a reputational lever $(\rho=.73)$ and be attentive to the perceptions of third parties, regardless of whether they are market analysts, public interest groups, or the media. Whereas social audits in and of themselves are only moderately beneficial $(\rho=.23)$, a company that is high in CSP may especially benefit from receiving public endorsement from federal agencies such as the Environmental Protection Agency or Occupational Safety and Health Administration. As Fombrun (1996) suggested, the key to reaping benefits from CSP is a return from reputation (cf. also Roberts and Dowling 2002). As findings about the positive relationships between CSP and CFP become more widely known, managers may be more likely to pursue CSP as part of their strategy for attaining high CFP.

Logo em seguida, no mesmo ano de 2003, Margolis e Walsh¹⁵⁹ publicaram importante texto a respeito da relação entre a *performance* social e a financeira das companhias. Os autores fizeram um levantamento de 127 estudos publicados entre os anos de 1972 e 2002 especificamente sobre a relação entre a responsabilidade social das empresas e a sua *performance* financeira. Em 109 dos 127 estudos a *performance* social foi considerada como variável independente¹⁶⁰. Nestes, quase metade dos resultados (54) demonstrou relação positiva entre as *performances* social e a financeira das empresas. Sete estudos apresentaram relação negativa, ao passo que 28 reportaram relações não relevantes entre as duas p*erformances*. Por fim, 20 estudos apresentaram um resultado misto.

Em 22 dos 127 estudos a *performance* social foi tratada como variável dependente. Nestes, a maioria dos resultados (16) apontaram uma relação positiva entre a *performance*

158 ORLITZKY, Marc; SCHMIDT, Frank L.; RYNES, Sarah L. op. cit. p. 426.

MARGOLIS, Joshua D.; WALSH, James P. *Misery loves companies: rethinking social initiatives by business*. Administrative Science Quarterly, v.48, n°2, p.268–305, jun. 2003.

¹⁶⁰ A variável independente é aquela que influencia, afeta ou determina outras variáveis, consideradas dependentes. Seria o fator determinante para que determinado resultado ou efeito ocorra. É, assim, fator manipulado pelo pesquisador para determinar a relação de determinado fator com o fenômeno observado. Já a variável dependente, por outro lado, são valores (fenômenos ou fatos) que são determinados ou influenciados pela variável independente, que os explica. É resultado ou consequência de algo que foi manipulado. (MARCONI, Marina de Andrade e LAKATOS, Eva Maria. *Metodologia Científica*. ^{7a} ed. atual. Atlas: São Paulo, 2017.)

social e a financeira. 161 Este levantamento demonstrou que existe uma associação positiva e pouquíssima evidência de associação negativa entre as performances sociais e financeiras das empresas. A conclusão dos autores sobre esse levantamento é que ele conduz ao enfraquecimento das alegações sobre apropriação indébita ou má alocação de recursos em empresas que realizam investimentos sociais¹⁶²:

> Concerns about misappropriation, and perhaps even misallocation, would seem to be alleviated. If corporate social performance, contributes to corporate financial performance, then a firm's resources are being used to advance the interests of shareholders, the rightful claimants in the economic contractarian model. Concerns about misallocation recede as well. If social performance is contributing to financial performance, then the firm is being used to advance the objective for which it is considered to be best suited, maximizing wealth. Although it can be argued that a company's resources might be used to produce even more wealth, were they devoted to some activity other than CSP, studies of the link between CSP and CFP reveal little evidence that CSP destroys value, injures shareholders in a significant way, or damages the wealth-creating capacity of firms. The empirical relationship between CSP and CFP would seem to be established and the underlying economic concerns about CSP alleviated.

Conforme visto, as principais críticas direcionadas aos investimentos de cunho social pelas empresas, capitaneadas por autores como Jensen e Friedman, versam, em resumo, sobre a primazia da teoria da maximização do valor da empresa, sobre os riscos de se conceder excesso de discricionariedade aos administradores e sobre a alegação de apropriação indébita e má alocação de recursos das empresas.

Tais alegações foram enfraquecidas diante dos artigos publicados por Orlitzky e por Margolis e Walsh, cujos trabalhos põem em cheque o embate entre as doutrinas tradicionais (de maximização do valor para os acionistas) e as teorias dos stakeholders e da responsabilidade social das empresas. A discussão sobre a oportunidade e a conveniência de realização de investimentos sociais pelas empresas, considerando sua finalidade (se é a geração de lucros, a conciliação dos interesses dos acionistas ou a geração de benefícios à comunidade) torna-se, do ponto de vista dos estudos levantados, inócua, uma vez que, conforme visto, essas medidas se convertem em aumento de valor para a companhia. Não existiria, assim, conflito entre o atendimento ao interesse lucrativo dos acionistas e a eventual opção do administrador em investir em determinada causa social ou ambiental.

¹⁶¹ Quatro dos 127 estudos levantados investigaram a relação entre a performance social e financeira sob os dois aspectos (dependente e independente). Esta é a razão pela qual existem mais resultados do que estudos.

¹⁶² MARGOLIS, Joshua D.; WALSH, James P. op. cit. p. 277.

Mas o que teria causado essa diferença nos resultados entre as pesquisas de Ullmann e Wood e Jones e aquelas apresentadas por Margolis e Walsh e Orlitzky? Uma das razões pode ser o fim da carência de fundamentação teórica para os trabalhos empíricos destacada tanto por Ullmann quanto por Wood, uma vez que esta não foi uma deficiência apontada pelos autores que os seguiram. Para Boaventura, a razão para o fim desta carência são os rápidos avanços teóricos na Teoria dos *Stakeholders* observados entre os anos de 1995 e 1997¹⁶³.

Mesmo após Margolis e Walsh e Orlitzky novos estudos meta-analíticos se seguiram, numa tentativa de demonstrar de maneira mais evidente, mais palpável, a relação entre a *performance* financeira e social das companhias.

Um deles, publicado em 2008 por Peter von Beurden e Tobias Gössling, avaliou 34 estudos quantitativos, publicados entre 1990 e 2007, por meio da meta-análise¹⁶⁴.

Preocupados com a falta de consistência no que se refere a quais variáveis são consideradas em cada um desses índices (problema frequentemente apontados nos estudos sobre o tema CSP e CFP), os autores criaram categorizações para ambos os conceitos, que são as seguintes:

CSP1: considera a extensão da divulgação sobre questões de interesse social. A medição de divulgação consiste na análise do conteúdo de divulgações corporativas para o público;

CSP 2: considera ações corporativas, tais como filantropia, programas sociais e controle de poluição. A mediação de ações corporativas refere-se a processos e resultados concretos de responsabilidade social corporativa observáveis. Questionários dirigidos a funcionários ou gerentes são incluídos nesta categoria, porque eles refletem diretamente as ações da empresa em questão.

CSP 3: considera avaliações (*ratings*) de reputação corporativa como KLD, Fortune, Moskowitz e *Business Ethics*. Essas medidas assumem que avaliações (*ratings*) de reputação refletem de forma satisfatória os valores e comportamentos de responsabilidade social efetivamente desenvolvidos pelas empresas.

-

¹⁶³ BOAVENTURA, João Maurício. et. al. op. cit. p.236.

¹⁶⁴ BEURDEN, Peter von; GOSSLING, Tobias. The worth of values – A literature review on the relation between corporate social and financial performance. Journal of Business Ethics, v.82, n°2, 407-424. ago.2008.

Já em relação à *performance* corporativa financeira, os autores adotaram como conceito ser esta uma medida de *performance* econômica, que foi classificada da seguinte maneira:

CFP 1: incorpora medidas baseadas no mercado. Medidas baseadas no mercado incluem desempenho de ações, retorno de mercado, valor de mercado, valor contábil, preço por ação, valorização do preço da ação e outras medidas baseadas no mercado. Os participantes do mercado de ações determinam o preço das ações de uma empresa (e, consequentemente o seu valor de mercado) e baseiam suas decisões em sua percepção de retornos de capital passados, atuais e futuros. Isso é influenciado pelo desempenho social.

CFP 2: incorpora medidas contábeis, que consistem em medidas de rentabilidade e utilização de ativos, tais como retorno sobre a movimentação de ativos e ativos e crescimento. As medidas contábeis refletem a eficiência interna da organização, que é influenciada pelo desempenho social da organização.

Ao final do artigo, os autores concluíram que a maioria dos estudos (23, ou seja, 68%) encontra relação positiva entre CSP e CFP, ao passo que 6 deles (26%) apontaram não haver nenhuma relação significativa entre as duas medidas de desempenho. Apenas 2 estudos (6%) apontaram uma relação negativa. Os autores explicam ainda que aqueles que apontaram não existir relação entre as duas medidas na verdade encontraram uma relação positiva, mas que foram classificadas como "insignificantes" por questões metodológicas. Por essa razão os autores afirmam de forma categórica que a relação entre as *performance*s social e financeira é exclusivamente positiva e defendem que as conclusões de seus estudos são muito menos ambíguas que as meta-análises anteriores (de Margolis e Walsh e Orlitzky, Schmidt e Rynes).

A justificativa que apresentam para tal assertividade é o fato de que incluíram apenas estudos publicados após 1990, ao passo que Margolis e Walsh analisaram estudos publicados entre 1972 e 2002 e Orlitzy, Schmidt e Rynes utilizaram estudos entre 1970 e 1997. O ano de 1990 foi escolhido como um marco pela seguinte razão¹⁶⁵:

(...) there is a specific reason to exclude empirical research published before 1990 from this study. The Brundtland Report (The World Commission on Environment and Development, 1987) can be seen as a turning point in the attention toward CSR (cf. Cohen and Winn, 2007; Hueting, 1990; Schubert and Lang, 2005). It has brought forward the upcoming risks and problems in the entire world. In this context, the role of business was discussed in a new light. The organizational consequences of that report as well as

-

¹⁶⁵ BEURDEN, Peter von; GOSSLING, Tobias. op. cit. p. 413.

organizational reactions and consumers' responses are not likely to enter academic research before 1990. (...)In the same period, the efforts of classical organizations, consultancies, and rating agencies as well as the publications of consumer organizations have provided a greater transparency as compared to former periods. The continuing institutionalization and standardization in the CSR context allow for a greater comparability of CSP. Nowadays, consumers are able to be very well-informed about the sustainability scores of organizations that produce consumer products and take their consumption and investment decisions according to these scores.

O Brundtland Report teria sido, assim, divisor de águas nas discussões e na conscientização sobre a responsabilidade social corporativa, impulsionando tanto as iniciativas sociais quanto a divulgação dessas iniciativas pelas empresas, permitindo, dessa forma, melhor comparação entre elas. As consequências organizacionais deste relatório, as reações das empresas e as respostas dos consumidores não podem ser observadas academicamente antes do ano de 1990.

Posteriormente, já no ano de 2012, autores brasileiros apresentaram contribuição para os estudos de meta-análise a respeito do tema. Utilizando-se de metodologia ligeiramente diferente daquela empregada por Orlitzky¹⁶⁶, João Maurício Boaventura, Ralph dos Santos Silva e Rodrigo Bandeira-de-Melo¹⁶⁷, analisaram um conjunto de 58 artigos exclusivamente teórico-empíricos quantitativos que testaram a relação entre CSP e CFP. Utilizando-se de três bases de dados (Ebsco, Proquest e ISI Web of Science), a pesquisa abrangeu um período de 15 anos (1996 a 2010). Os principais resultados obtidos reforçaram a proposição de relação positiva entre CSP e CFP.

Dos artigos analisados, 38 (65,5%) atestaram uma relação positiva entre CSP e CFP, 11 (19,0%) apresentaram uma relação negativa e 18 (31,0%) uma relação neutra ou nenhuma relação.

No mesmo ano de 2012, outra meta-análise foi publicada pelo Deutsche Bank, considerada uma das revisões de literatura sobre investimento sustentável mais compreensiva até aquela data – o trabalho analisou mais de 100 estudos sobre investimento sustentável. Os autores destacam que frequentemente o investimento sustentável é tratado como de difícil

_

¹⁶⁶ Nas palavras dos autores: "O conceito de meta-análise pode ter ao menos duas definições. Na primeira, a exemplo do entendimento de Beurden e Gössling (2008), a meta-análise pode avaliar diversos estudos, com o emprego de estatística descritiva, em que cada estudo avaliado se constitui em uma unidade de análise. Em uma segunda definição, como para Orlitzky, Schmidt, e Rynes (2003), meta-análise consiste em uma técnica estatística capaz de corrigir para um determinado número de estudos anteriores, com seus respectivos conjuntos de dados, erros de amostragem e mensuração. O presente estudo classifica-se como do primeiro tipo."

¹⁶⁷ BOAVENTURA, João Maurício. et. al. op. cit. p.232.

definição e considera-se que apresenta resultados mistos ou conflitantes, razão pela qual não existiria uma evidência clara de que ele levaria a melhores índices de risco-retorno. Seria, portanto, uma mistura de "fazer o bem" para a sociedade com "não fazer o mal" para o retorno dos investimentos.

Essa percepção, no entanto, seria equivocada e derivaria de dois fatores. O primeiro seria o fato de o investimento sustentável ser associado por muito tempo com a *performance* dos fundos de SRI, que são uma categoria muito ampla e que, historicamente, selecionam seus investimentos pelo método excludente (ou negativo) e não pelo método "best-in-class" Além disso, os estudos acadêmicos publicados nos últimos 15 anos anteriores a esse estudo não segregaram os resultados em categorias próprias, mas, ao contrário misturaram os resultados baseados em CSR, ESG e SRI como se fossem um único conceito, o que levou aos chamados resultados mistos ou conflitantes.

Assim, o estudo tratou de separar esses indicadores, de forma a levantar individualmente a relação entre CSR, ESG e SRI e i) e o custo do capital (dívida ou ações – empréstimos e emissões), ii) a *performance* corporativa financeira, e iii) o retorno de capital dos fundos de investimento.

Os resultados demonstraram que 100% dos estudos analisados para a meta-análise indicam que empresas com altos índices de CSR e fatores de ESG possuem um custo de capital mais baixo em termos de dívida (empréstimos) e emissões de ações. De fato, essas empresas apresentam-se como de menor risco de forma geral. O autor destaca o quanto esse resultado é surpreendente e que deve colocar a questão da sustentabilidade como uma das prioridades dos diretores financeiros das empresas.

O estudo também concluiu que existe forte evidência acadêmica de que CSR e fatores de ESG robustos estão correlacionados com uma boa CFP, ambos nos níveis contábeis e de mercado. 100% dos estudos demonstraram que empresas com elevados níveis de CSR apresentam alto desempenho financeiro, enquanto 89% e 85% dos estudos demonstraram que empresas com altos níveis de ESG apresentaram resultados de mercado e financeiros elevados, respectivamente. Dentre os fatores de ESG, governança foi o que apresentou maior influência, seguido pelos fatores ambientais e sociais.

companhias que historicamente performaram melhor que os seus pares em uma indústria ou setor específico em questões ambientais, sociais e de governança corporativa. (Mercer Investment Consulting. op. cit. p. 1 e 7.)

¹⁶⁸ O método excludente ou negativo é uma técnica que seleção de investimentos que consiste em excluir do portfólio empresas ou setores específicos que possuem políticas, serviços ou produtos em desacordo com os critérios de seleção do fundo. Assim, como exemplo, alguns fundos de SRI excluem de seu portfólio potencial empresas de tabaco, de fabricação de armas, ou historicamente relacionadas a aplicação de condições de trabalho degradantes ou que causem impacto ambiental negativo com suas atividades. Já o método *best-in-class* seleciona

Já em relação aos estudos de SRI, resultados menos conclusivos foram encontrados – apesar de mais positivos e neutros do que negativos – com 42% dos estudos demonstrando que empresas com altos níveis de SRI exibem melhores *performances* de mercado do que empresas com baixos níveis de SRI.

Por fim, em relação aos estudos sobre o retorno dos fundos, que tratam de como os administradores tem tentado demonstrar a melhor *performance* do seu investimento social, 88% apresentaram resultados neutros ou mistos – é nesse quesito que se apresentam os chamados resultados mistos ou conflitantes, mas que na verdade são neutros. No entanto, mesmos esses estudos demonstraram que fundos de SRE não apresentam *performance* inferior ao demais.

O autor conclui afirmando que existem retornos financeiros positivos para os investidores desses fundos, mas que os seus administradores precisam ter a abordagem correta em relação ao investimento sustentável para conseguir capturar esse valor. Já para as empresas, os resultados são relevantes no sentido de indicar que a diminuição no custo da dívida e do capital sem dúvida deve tornar o ESG e o CSR questões focais para seus administradores.

Logo após, um estudo do ano de 2015 promovido pela *Arabesque Partners* em conjunto com a *Oxford University*, considerado o mais compreensivo até aquela data, baseouse em mais de 200 estudos acadêmicos, relatórios de indústria, livros e artigos de jornais¹⁶⁹. O estudo faz importante colocação, não identificada até aquele momento na maioria dos trabalhos anteriores: para melhoria de seu desempenho financeiro, a companhia deve focar nas questões de ESG que são materiais para o seu ramo de atividade – o que significa dizer que nem todas as iniciativas de ESG se reverterão em retornos financeiros quantificáveis para as empresas (não é possível quantificar a melhoria na questão reputacional, por exemplo). Indústrias de base, por exemplo, como a mineração, possuem exposição a fatores ambientais e sociais diferente de uma empresa do setor imobiliário. Buscando auxiliar as empresas a identificar quais questões de ESG são materiais para o seu setor, o GRI criou guias de relatório de sustentabilidade diferentes para cada setor, resultado de um trabalho de 10 anos com inúmeros *stakeholders*.

_

¹⁶⁹ CLARK, Gordon, FEINER, Andreas e VIEHS, Michael. *From the Stockholder to the Stakeholder: how sustainability can drive financial outperformance*. University of Oxford e Arabesque Partners: Março de 2015. Disponível em: https://arabesque.com/research/From_the_stockholder_to_the_stakeholder_web.pdf>. Acesso em: 23 jun. 2018.

Relacionado a este tópico, reconhecendo também a impossibilidade de que os administradores agradem a todos os *stakeholders* da empresa, a Deloitte publicou um estudo voltado a investigar quais itens realmente importam nas divulgações de valores de longo prazo das companhias¹⁷⁰, melhor detalhado no item 1.3.1. deste estudo.

De volta ao meta-estudo da *Oxford University* e da *Arabesque Partners*, dividiram-se as análises sobre os impactos de medidas sustentáveis por empresas em três setores, de forma a analisar a relação de medidas de ESG com o custo do capital, a *performance* operacional ou financeira e o valor das ações das companhias. O estudo tinha como objetivo fornecer suporte aos tomadores de decisão fornecendo-lhes evidências sólidas e transparentes sobre o impacto de uma administração de empresa e de práticas de investimento sustentáveis. As conclusões foram que:

- Empresas com altos índices de sustentabilidade apresentam melhor desempenho operacional e são menos arriscadas; e
- Estratégias de investimento que incorporam questões de ESG tem desempenho superior em comparação com as estratégias que não consideram essas questões.

90% dos estudos analisados demonstram que o custo do capital para as companhias que adotam medidas de ESG é menor em relação àquelas que não as adotam e muito menor em relação àquelas que tiveram histórico de violações às normas ambientais, de segurança e qualidade do trabalho ou de governança. 88% dos estudos analisados demonstram que práticas sólidas de ESG resultam em melhorias na CFP das empresas e 80% que o valor das ações das companhias é positivamente impactado por boas práticas de sustentabilidade.

Para que os administradores transformem qualidade superior em ESG em vantagem competitiva é necessário que os valores de sustentabilidade estejam profundamente enraizados na cultura e nos valores da organização. Uma seleção de estudos de caso feita pelos autores demonstrou que empresas que construíram vantagens competitivas de iniciativas sustentáveis contemplam responsabilidades claras para a alta administração, metas de sustentabilidade claras que podem ser medidas em quantidade e em tempo, possuem uma estrutura de incentivo para que empregados apresentem inovações e auditores externos que analisam seu progresso. Essas empresas são aptas a se beneficiarem de seus programas de sustentabilidade no médio e no longo prazo.

¹⁷⁰ HESPENHEIDE, Eric J. e KOEHLER, Dinah A. op.cit.

Os autores concluíram que é do melhor interesse econômico para administradores de empresa e investidores incorporar questões de sustentabilidade no processo de tomada de decisão. Em outras palavras, as empresas podem "se dar bem fazendo o bem". Encerraram o estudo com a sugestão de que é do interesse de longo prazo do público em geral, como beneficiários de investidores institucionais (como fundos de pensão e empresas de seguro), influenciar empresas a produzir bens e serviços de forma responsável. Agindo dessa forma eles não apenas geram melhorem retornos para as suas economias e pensões, mas também contribuem para preservar o mundo para si próprios e para as futuras gerações.

A evolução dos estudos meta-analíticos demonstra, assim, que com a melhoria da pesquisa e dos métodos empregados, foi possível comprovar a relação positiva entre a *performance* social e a financeira das empresas. Isso significa dizer que não existe o alegado antagonismo entre a realização de investimentos sociais e o aumento do valor da empresa que, de forma reflexa, resulta em aumento de valor aos seus acionistas.

4.1. Exemplos

A conclusão dos estudos meta-analíticos também pode ser ilustrada por meio de casos práticos, que demonstram concreta e individualmente a relação positiva entre o desempenho social e financeiro de determinadas empresas.

Um estudo do Centro de Estudos em Sustentabilidade – Gvces em parceria com a Deutsche Gesellschaft für Internationale Zusammenarbeit GmbH – GIZ sobre o Retorno Econômico de Projetos de Sustentabilidade, trouxe uma série de exemplos de investimentos em projetos de cunho ambiental ou social que, estatisticamente, apresentaram retorno financeiro positivo para companhia, seja por conta de aumentos nos lucros, seja pela prevenção de prejuízos¹⁷¹.

Um dos projetos de iniciativa ambiental apresentado pelo estudo é o da Adidas Brasil, que buscou incentivar o consumidor a devolver produtos usados na loja. O projeto tinha por objetivo diminuir os impactos ambientais dos produtos que seriam descartados, bem como aumentar as vendas como consequência do aumento de visitas às lojas em virtude das devoluções. O caso demonstrou que mesmo com o custo adicional de pessoal para preparação

¹⁷¹ Disponível em: http://mediadrawer.gvces.com.br/publicacoes/original/giz_emm_roi_sustentabilidade.pdf. Acesso em: 18 jul. 2017.

das coletas e de *marketing* para divulgação da iniciativa, que demandaria um investimento no valor de R\$ 292.888,00 em um período de 10 anos, o retorno do projeto seria uma receita adicional de R\$ 1.483.983,00 (o projeto ainda não foi concluído).

Outro exemplo, dessa vez de cunho social, foi o Projeto Formare, da Siemens, que teve por objetivo capacitar 20 jovens em situação de vulnerabilidade social dentro da estrutura da própria companhia, usando os próprios colaboradores como educadores voluntários. A premissa era de que os jovens poderiam futuramente ingressar na empresa sem necessidade de treinamentos adicionais, evitando custos de contratação, treinamento e tempo de ambientação. O projeto demandou um investimento no valor de R\$ 343.00,00 e trouxe como retorno R\$ 616.000,00 em custos evitados, bem como R\$ 271.000,00 em ganhos.

A rede americana de supermercados Walmart também é um exemplo de empresa que obteve retornos financeiros ao investir em medidas sustentáveis de longo prazo e obter um aumento em sua eficiência e *performance* operacional¹⁷². Em busca de se tornar uma líder no setor em termos de sustentabilidade, no ano de 2005 a rede de lojas estabeleceu como meta ser totalmente abastecida por energia renovável, tendo zero por cento de desperdício e vendendo produtos que "sustentem as pessoas e o meio ambiente". Desde então os compromissos foram renovados e as iniciativas expandidas. Como resultado, já no ano fiscal de 2012, a Walmart afirma ter economizado aproximadamente 231 milhões de dólares por meio da administração eficiente de resíduos e reciclagem e um valor estimado de 150 milhões de dólares economizados em 2013 por meio de projetos de energia renovável e do programa de zero desperdício. Para a Walmart medidas sustentáveis são um meio para garantir a manutenção dos baixos preços e satisfazer seus consumidores. Aumentar sua eficiência operacional por meio de programas de sustentabilidade permitiu à Walmart ganhar vantagem competitiva em relação aos seus concorrentes.

O grupo empresarial britânico M&S, que atua em diversas áreas como vestuário, equipamentos para casa e alimentação lançou há 11 anos o chamado Plano A, que é um pacote de iniciativas sustentáveis nas mais diversas áreas que envolvem bem estar, a comunidade e o planeta de forma geral (como responsabilidade pela origem de seus produtos, redução do desperdício de água e ajuda a comunidades)¹⁷³. A cada cinco anos a empresa estabelece metas de sustentabilidade e as áreas prioritárias para aquele ciclo. Em 2018 o

_

¹⁷² CLARK, Gordon, FEINER, Andreas e VIEHS, Michael. op. cit. p.17.

MARKS and Spencer Group Plc. Plan A Report. Disponível em: https://corporate.marksandspencer.com/annual-report-2018/mands_plan_a_2018.pdf. Acesso em: 5 dez. 2018.

projeto já estava em sua terceira edição (Pano A 2025) e, de acordo com cálculos de 2014, acarretou em uma economia para o grupo de 200 milhões de dólares por ano¹⁷⁴.

4.2 Análise reversa: os impactos da falta de responsabilidade social e ambiental pelas empresas

A necessidade de implementação de medidas de CSR pelas companhias pode ser avaliada tanto pelo viés do impacto positivo de sua aplicação, conforme visto no item acima, quanto em razão do impacto negativo, no caso da sua ausência.

Um dos casos mais emblemáticos dos impactos da ausência de uma boa gestão de CSR pelas empresas é a da britânica British Petroleum (BP). Em 2010 a plataforma *Deepwater Horizon* explodiu e provocou a morte de onze trabalhadores, além do vazamento de cerca de 3 milhões de barris de petróleo no mar do Golfo do México¹⁷⁵, no que foi considerado como o mais grave caso de vazamento de petróleo da história. O desastre, que resultou na liberação de 507 milhões de litros de petróleo no Golfo do México e atingiu mais de 2 mil quilômetros de costa, acarretou no pagamento de multas no valor de 20,8 bilhões de dólares pela companhia (incluindo 5 bilhões de dólares ao governo federal norte-americano, 8,1 bilhões de dólares ao governo juntamente com cinco estados atingidos, 4,9 bilhões de dólares aos cinco estados do Golfo e mais 1 bilhão de dólares em razão de ações de governos locais). Mas o prejuízo total da empresa, incluindo gastos com medidas para reparação dos danos e contenção do vazamento, é estimado atualmente em 65 bilhões de dólares¹⁷⁶.

O preço das ações da BP caiu em mais de 50% entre 20 de abril de 2010 e 29 de junho de 2010 (época do vazamento), enquanto que o grupo das maiores empresas do setor petrolífero também sofreu uma queda de 18,5%, por desvalorização reflexa¹⁷⁷. Não se pode argumentar que o desastre era imprevisível, uma vez que dois anos antes do vazamento ocorreram severas críticas ao desempenho da companhia em razão de poluição ambiental, questões ocupacionais e de segurança do trabalho, impactos negativos em comunidades locais

¹⁷⁴ CLARK, Gordon, FEINER, Andreas e VIEHS, Michael. op. cit. p.16.

¹⁷⁵ Fonte: https://brasil.elpais.com/brasil/2015/10/05/internacional/1444060968_808370.html. Acesso em: 23 jun. 2016.

¹⁷⁶ Fonte: https://www.theguardian.com/business/2018/jan/16/bps-deepwater-horizon-bill-tops-65bn. Acesso em: 23 jun. 2016.

¹⁷⁷ CLARK, Gordon, FEINER, Andreas e VIEHS, Michael. *From the Stockholder to the Stakeholder: how sustainability can drive financial outperformance*. University of Oxford e Arabesque Partners: Março de 2015. Disponível em: https://arabesque.com/research/From_the_stockholder_to_the_stakeholder_web.pdf. Acesso em: 23 jun. 2018.

e problemas trabalhistas. Assim, investidores atentos a questões de ESG das empresas teriam evitado o investimento na BP antes mesmo da ocorrência do prejuízo em razão do derramamento de óleo e, assim, não teriam sofrido os impactos financeiros do ocorrido. Além disso, maiores investimentos em questões de ESG por parte da companhia poderiam ter evitado tal resultado.

Outro exemplo emblemático é o de mau uso de recursos hídricos pela empresa Coca Cola. Esta empresa possuía sua maior fábrica de refrigerantes localizada na Índia e tem a água como principal componente para fabricação de seus produtos. Em 2004, acusada de ser responsável pela escassez de água na região, em razão do uso exagerado dos recursos hídricos que teria afetado tanto a quantidade quanto a qualidade da água local, a Coca Cola teve a renovação de sua licença de operação negada pelas autoridades locais, e foi obrigada a fechar uma planta localizada em Plachimada, no distrito de Keralam, sul da Índia, orçada em 25 milhões de dólares¹⁷⁸. Em seu pico, a planta enchia aproximadamente 1 milhão de garrafas por dia.

Diversos protestos se seguiram após a divulgação dos excessos cometidos pela empresa. Na assembleia geral da companhia de 19 de abril de 2006, em Delaware, 20 stakeholders se pronunciaram a favor das campanhas contra as atividades na Índia e também na Colômbia. Um de seus acionistas propôs que a empresa preparasse um relatório sobre o potencial prejuízo ambiental e de saúde pública causado por cada uma de suas plantas e subsidiárias que extraíssem água de áreas com escassez desse recurso na Índia. A proposta foi rejeitada pela administração da companhia. Estudantes do ensino de base e universitários passaram a boicotar os produtos da empresa, bem como uniões de trabalhadores e entidades religiosas. Atualmente, após o impacto da condução irresponsável de seus negócios na Índia, a empresa se tornou uma das líderes em gestão de recursos hídricos em sua indústria. No entanto, a planta de engarrafamento continua fechada até os dias atuais, e o governo local aprovou uma lei que considerou a Coca Cola responsável por uma multa de 48 de milhões de dólares por danos à comunidade local¹⁷⁹.

-

Fonte: http://www.righttowater.info/rights-in-practice/legal-approach-case-studies/case-against-coca-cola-kerala-state-india/. Acesso em: 2 dez. 2018.

¹⁷⁹ HESPENHEIDE, Eric J. e KOEHLER, Dinah A. op. cit.

4.3 Análise dos deveres fiduciários à luz dos resultados encontrados

Os estudos meta-analíticos levantados demonstraram que, desde que em linha com a atividade da empresa e incluídos como parte de um plano estratégico de negócios, os investimentos sociais e ambientais ou investimentos de ESG, podem representar retorno financeiro para a companhia. Assim, a empresa que investe em redução da poluição em seu processo produtivo, utilização de matéria prima de ecológica ou na aquisição de produtos de fornecedores éticos por exemplo, pode eventualmente converter tais medidas em aumento de valor para seus acionistas.

Entendemos que em qualquer dos modelos de empresa, seja um negócio social, seja uma empesa tradicional socialmente responsável ou empresa tradicional indiferente, o administrador que optasse por essa modalidade de investimento estaria isento de responsabilização. Isso porque, conforme visto, as iniciativas de ESG apresentam tanto um impacto social ou ambiental positivo, o que atenderia aos objetivos do modelo de negócio social e de empresa socialmente responsável, quanto retorno financeiro, ainda que de longo prazo, o que atenderia também aos objetivos da empresa tradicional indiferente.

Isso porque, os estudos meta-analíticos levantados demonstraram que medidas de ESG de boa qualidade convertem-se em vantagens competitivas. Além disso, demonstrou-se que negligenciar questões de sustentabilidade pode acarretar em impacto substancial nas operações da empresa no longo e médio prazo, ou mesmo ameaçar a sobrevivência da empresa como um todo. A redução dos riscos é, sem dúvida, um dos principais resultados da internalização de questões de sustentabilidade dentro da estratégia e da cultura das empresas. Desde que propriamente implementadas, políticas sustentáveis podem mitigar questões como demandas judiciais e riscos ambientais, financeiros e reputacionais. Dessa forma, demonstrou-se que medidas sustentáveis desempenham um importante papel dentro da estratégia de gestão de riscos das empresas.

Destaca-se, mais uma vez, que em qualquer destes cenários, estamos tratando de iniciativas alinhadas com os objetivos de curto ou longo prazo da empresa, que seguem uma linha estratégica de crescimento e desenvolvimento do negócio. É importante também que o investimento seja feito de forma desinteressada, ou seja, sem qualquer conflito de interesses por parte do administrador. Caso feito em situação de conflito de interesses, ainda que se

reverta em aumento do valor da companhia, entendemos que o administrador deve responder pela sua decisão.

Assim, os resultados demonstram que mesmo o administrador do modelo mais tradicional de empresa, sem qualquer valor social ou ambiental declarado, pode escolher realizar investimentos desta natureza, uma vez que eles podem ser considerados como parte da estratégia de crescimento e valorização da empresa, o que consequentemente se reflete em aumento de valor aos acionistas.

Conclusões

A realização de investimentos de cunho social e ambiental pelas empresas é uma realidade. Independente das discussões teóricas travadas a respeito, tal prática se expande e ganha novos contornos a cada dia. Dessa forma, um novo olhar sobre essa realidade deve ser lançado. A antiga visão de que tais iniciativas tratam-se de mera filantropia ou desvio de finalidade por parte das empresas merece uma reflexão, especialmente considerando os resultados obtidos por meio deste trabalho.

Os mais recentes estudos meta-analíticos analisados demonstraram categoricamente a relação positiva entre a *performance* social e a *performance* financeira das companhias. Comprovou-se que o custo do capital para as companhias que adotam medidas de ESG é menor em relação àquelas que não o adotam, além de demonstrar que práticas sólidas de ESG resultam em melhorias na CFP das empresas e em aumento no valor de suas ações.

Assim, comprovou-se que é do melhor interesse econômico de administradores de empresas e de investidores incorporar questões de sustentabilidade no processo de tomada de decisão.

Para que as medidas de ESG se transformem em vantagem competitiva para as empresas, é importante que tais valores estejam enraizados na cultura da empresa. Constatouse no entanto, que não é possível para nenhuma empresa atender ao interesse de todos os seus *stakeholders*. Na escolha de iniciativas de ESG a serem tomadas, as empresas precisam realizar uma seleção baseada em análise da materialidade de cada uma dessas medidas e dos *stakeholders* envolvidos. Além disso, para que tais medidas sejam convertidas em aumento de valor para a companhia e seus acionistas, é necessário que elas estejam inseridas dentro da estratégia de crescimento da empresa e que se relacionem diretamente com as atividades e o

objetivo da empresa. Meras ações de filantropia, inteiramente desconectadas dos objetivos da empresa, dificilmente se reverterão em algum retorno financeiro.

Os resultados apresentados representam uma boa notícia para os administradores que, sob o crivo da teoria da empresa, temiam alegações de desvio de finalidade ao decidirem pela aplicação de recursos da empresa em iniciativas sociais e ambientais. Ficou demonstrado que tais investimentos, desde que respeitados os critérios apontados, são realizados no melhor interesse da companhia e, assim, não podem dar causa à responsabilização do administrador. Ao contrário, as medidas de responsabilidade social corporativa devem ser incorporadas nos projetos de sustentabilidade e valorização de médio e longo prazo das companhias uma vez que garantem a perenidade das suas operações, resiliência a situações de crise e representam fator de estabilidade para as gestões futuras.

Tais resultados também representam um alinhamento entre as doutrinas dos stakeholders e da teoria da firma, na medida em que as iniciativas sociais e ambientais comprovadamente podem converter-se em retorno financeiro pra a companhia. Assim, independente do entendimento que se adote a respeito de qual é a finalidade da empresa, esta estará atendida. Reconhece-se que não é possível colocar um fim a tal contenda, uma vez que ainda remanescem as iniciativas que não se enquadram nos requisitos descritos acima, de caráter mais filantrópico e que, segundo alguns adeptos da teoria dos stakeholders, também deveriam ser incorporadas pela empresa. Mas sem dúvida, os resultados apresentados são um ponto de convergência entre as duas teorias, até então consideradas antagônicas.

6. Glossário

CFP: Acrônimo utilizado para substituir a expressão americana *Corporate Financial Performance*, que pode ser traduzida como o desempenho financeiro da empresa.

CSP: Acrônimo utilizado para substituir a expressão americana *Corporate Social Performance*, que pode ser traduzida como o desempenho social da empresa.

CSR: Acrônimo utilizado para substituir a expressão americana *Corporate Social Responsability*, que pode ser traduzida como o desempenho social da empresa.

Disclosure: Qualquer tipo de divulgação pública de informações pela empresa.

ESG: Acrônimo utilizado para substituir a expressão americana *Environmental, Social and Governance*, que pode ser traduzida como ambiental, social e de governança.

Performance: Desempenho ou o resultado das atividades de uma empresa em um determinado período de tempo.

SRI: Acrônimo utilizado para substituir a expressão americana *Social Responsible Investing*, que pode ser traduzida como o investimento socialmente responsável.

7. Bibliografia

- 1. ABIDOR, Mitchell. What the Non-Revolution of May '68 Taught Us. NY Times: 5 de Maio de 2018. Disponível em: https://www.nytimes.com/2018/05/05/opinion/sunday/may-1968-france.html. Acesso em: 14 out. 2018.
- 2. ADAMEK, Marcelo Vieira von. Responsabilidade Civil Dos Administradores De S/A (e ações correlatas). São Paulo: Saraiva, 2009.
- 3. ARMOUR, John. et. al. *The Basic Governance Structure: the interests of shareholders as a class*. ECGI Working Paper Series in Law. n° 337/2017, jan.2017.
- 4. ASCARELLI, Tullio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. São Paulo: Saraiva, 1945.
- 6. ASQUINI, Alberto. *I Battelli del Reno*. Rivista delle Società, n°4, 1959, p.617/633.
- 7. B3. *Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE)*. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-desustentabilidade/indice-de-sustentabilidade-empresarial-ise.htm. Acesso em: 15 abr. 2018.
- 8. BARBOSA, Lia Pinheiro. *A Responsabilidade Social das Empresas no Brasil*. Artigo apresentado no GT: Participação Social e Cidadania, XI Congresso Brasileiro de Sociologia, Universidade Estadual de Campinas. 01 a 05 de setembro de 2003. Disponível em: http://www.rle.ucpel.tche.br/index.php/rsd/article/viewFile/546/486. Acesso em: 21 jun. 2018.
- 9. BEAUCHAMP, Tom L.; BOWIE, Norman E. *Ethical theory and business*. 3^aed. Englewood Cliffs, N.J: Prentice Hall, 1988.

- 10. BAILEY, Jonathan; BÉRUBÉ, Vincent; GODSALL, Jonathan; e KEHOE, Conor. Focusing Capital on Long Term. Short-termist: insights from business leaders. Jan, 2014. Disponível em: http://www.fcltglobal.org/docs/default-source/default-document-library/20140123-mck-quarterly-survey-results-for-fclt-org_final.pdf%3Fsfvrsn%3D5078258c_0+&cd=1&hl=pt-BR&ct=clnk&gl=br. Acesso em: 16 fev. 2018.
- 11. BERMAN, Shawn L.; WICKS, Andrew C.; KOTHA, Suresh e JONES, Thomas M. Does stakeholder orientation matter? The relationship between stakeholder management models and firm financial performance. The Academy of Management Journal, vol.42, no 5, p. 488-506, out. 1999.
- 12. BEURDEN, Peter von; GOSSLING, Tobias. *The worth of values A literature review on the relation between corporate social and financial performance*. Journal of Business Ethics, v.82, n°2, 407-424. ago. 2008.
- 13. BOAVENTURA, João Maurício. et. al. *Performance Financeira Corporativa e Performance Social Corporativa: Desenvolvimento Metodológico e Contribuição Teórica dos Estudos Empíricos.* Revista de Contabilidade e Finanças USP. São Paulo, v.23, nº60, p.232-245, set./out./nov./dez. 2012.
- 14. BOWEN, Howard Rothmann. *Social responsibilities of the businessman*. 1^a ed. New York: Harper, 1953.
- 15. BRASIL. Ministério da Fazenda. *Exposição de Motivos n*° 196, Brasília, DF, 24 jun. 1976. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anexos/EM196-Lei6404.pdf. Acesso em: 22 jul. 2018.
- 16. CARROL, Archie B. *A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Performance*. The Academy of Management Review, v. 4, n°4, 497-505, out.1979.
- 17. CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. 6ª ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014.

- 18. CLARK, Gordon, FEINER, Andreas e VIEHS, Michael. From the Stockholder to the Stakeholder: how sustainability can drive financial outperformance. University of Oxford e Arabesque Partners: Março de 2015. Disponível em: https://arabesque.com/research/From_the_stockholder_to_the_stakeholder_web.pdf. Acesso em: 23 jun. 2018.
- 19. CLARKSON, Max B. E. A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance. Academy of Management Review, vol.20, n°1, p.92-117, jan.1995.
- 20. COASE, R. H. *The nature of the firm*. v.4, 16^aed. London: Blackwell Publishing London, nov.1937, 386-405.
- 21. COMPARATO, Fabio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983.
- 22. . Direito Empresarial: estudos e pareceres. São Paulo: Saraiva, 1990.
- 23. CUMMINGS, B. Benefit Corporations: How to Enforce a Mandate to Promote the Public Interest. Columbia Law Review. 2012. 112(3): 578–612.
- 24. DELLA VIGNA, Stefanno; LIST, John A; e MALMENDIER, Ulrike. *Testing for Altruism and Social Pressure in Charitable Giving*. Quarterly Journal of Economics. 2012. 127(1): 1–56.
- 25. DONALDSON, Thomas; PRESTON, Lee E. *The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications.* Academy of Management Review, vol.20, n°1., p.65-91, jan.1995.
- 26. ECCLES, Robert G.; IOANNOU, Ioannis; SERAFEIM, George. *The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance*. Harvard Business School Working Paper; 2012.
- 27. EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R. *The economic structure of corporate law*. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1991.

- 28. EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. 2ª ed. rev. e ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2015.
- 29. EVAN, William M.; FREEMAN, Robert Edward. *A Stakeholder Theory of the Modern Corporation: Kantian Capitalism*. In: BEAUCHAMP, Tom L.; BOWIE, Norman E. *Ethical theory and business*. 3^aed. Englewood Cliffs, N.J: Prentice Hall, 1988.
- 30. FREEMAN, Robert Edward. *Strategic management. A stakeholder approach*. Boston: Pitman, 1984.
- 31. _____. Edward; EVAN, William M. Corporate governance: A stakeholder interpretation. Journal of Behavioral Economics. v. 19, 4a ed., 337–359, 1990.
- 32. FRIEDMAN, Milton. *The social responsibility of business is to increase its profits*. The New York Times Magazine, set. 1970. Disponível em: http://umich.edu/~thecore/doc/Friedman.pdf. Acesso em: 5 jun. 2018
- 33. FULTON, Mark; KAHN, Bruce M.; SHARPLES, Camilla. Sustainable Investing. Establishing Long-Term Value and Performance. DB Climate Change Advisors. Deutsche Bank Group. jun.2012. Disponível em: https://institutional.deutscheam.com/content/_media/Sustainable_Investing_2012.pdf. Acesso em: 18 jul. 2017.
- 34. GALGANO, Francesco. Las instituciones de la economia capitalista: sociedad anónima, Estado y clases sociales. BATALLER, Carmen Alborch e PONT, Manuel Broseta (tradução.). Espanha: Ariel Derecho, 1990.
- 35. . . Lex Mercatoria. Roma: Il Mulino, 2010.
- GLOBAL REPORT INITIATIVE. About GRI. Disponível em: https://www.globalreporting.org/information/about-gri/Pages/default.aspx. Acesso em: 15 abr. 2018

- 37. GOSSLING, Tobias; VOCHT, Chris. *Social Role Conceptions and CSR Policy Success*, Journal of Business Ethics, vol.74, n°4, 363–372, jul. 2007.
- 38. HARIOU, Maurice. *A Teoria da Instituição e da Fundação*. Tradução de José Ignácio Coelho Mendes Neto. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Editor, 2009.
- 39. HART, Oliver e ZINGALES, Luigi. *Companies Should Maximaze Shareholder Welfare Not Market Value*. Journal of Law, Finance, and Accounting, 2017, 2: 247–274. Disponível em: https://scholar.harvard.edu/hart/publications/companies-should-maximize-shareholder-welfare-not-market-value. Acesso em: 2 nov. 2018.
- 40. HESPENHEIDE, Eric J. e KOEHLER, Dinah A. *Disclosure of long-term business value:* what matters? Deloitte Insights, 18 jul. 2013. Disponível em: https://www2.deloitte.com/insights/us/en/topics/corporate-responsibility/disclosure-of-long-term-business-value.html. Acesso em: 14 jun. 2018.
- 41. HOLME, Richard; WATTS, Phil. Corporate social responsibility: making good business sense. World Business Council for Sustainable Development. January 2000. Disponível em: http://www.ceads.org.ar/downloads/Making%20good%20business%20sense.pdf. Acesso em: 18/07/2017.
- 42. JAEGER, Pier Giusto. *L'interesse sociale*. Milano: Giuffrè Editore, 1972.
- 43. JENSEN, Michael. C. Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. Journal of Applied Corporate Finance, v.14, no 3, p.8-21, 2001.
- 44. JENTSCH, Valentin. *Corporate Social Responsibility and the Law*: International Standards, Regulatory Theory and the Swiss Responsible Business Initiative. European University Institute. Max Weber Programme, 2018/05. Disponível em: http://cadmus.eui.eu/handle/1814/59084. Acesso em: 3 nov. 2018.
- 45. JOHNSON, Lyman. *Corporate Law and the History of Corporate Social Responsibility*. University of St. Thomas (Minnesota) Legal Studies Research Paper no. 17-04; Washington & Lee Legal Studies Paper no. 2017-10. may.2017.

- 46. JONES, Thomas M. *Instrumental stakeholder theory: a synthesis of ethics and economics*. Academy of Management Review, vol.20, n°2, 404-437, abr.1995.
- 47. LAMY FILHO, Alfredo. *A Função Social da Empresa e o Imperativo de sua Reumanização*. In: Revista de Direito Administrativo. vol.190. Rio de Janeiro: Renovar. out/dez. 1992.
 - _____. e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coord.). *Direito das Companhias*. 2ª ed. atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017.
- 48. LEEDS UNIVERSITY. *Doing good or just talking about it*? 25 nov. 2011.

 Disponível em:
 https://www.leeds.ac.uk/news/article/2696/doing_good__or_just_talking_about_it.
 Acesso em: 15 jun. 2018.
- 49. LI, Jun; WU, Di Andrew. *Does Corporate Social Responsibility Benefit Society?* Ross School of Business Working Paper. n° 1335, feb.2017.
- 50. LIBSON, Adi. *Taking Shareholders' Social Preferences Seriously: Confronting a New Agency Problem* (August 6, 2018). Bar Ilan University Faculty of Law Research Paper No. 18-18. 6 Ago. 2018. Disponível em: https://ssrn.com/abstract=3226767. Acesso em: 2 de novembro de 2018.
- 51. MANKIW, Nicholas Gregory. *Introdução à economia*. Tradução de Allan Vidigal Hastings e Elisete Paes e Lima. São Paulo: Cengage Learning, 2013.
- 52. MARGOLIS, Joshua D.; WALSH, James P. *Misery loves companies: rethinking social initiatives by business*. Administrative Science Quarterly, v.48, n°2, p.268–305, jun. 2003.
- 53. MATHEW, Nelson. *The Importance of Nonfinancial Performance to Investors*. Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation. apr. 2017. Disponível em: https://corpgov.law.harvard.edu/2017/04/25/the-importance-of-nonfinancial-performance-to-investors/. Acesso em: 18 jul. 2017.

- 54. MERCER Investment Consulting. *The language of responsible investment*: an industry guide to key terms and organisations. 2007. Disponível em: http://www.belsif.be/user_docs/MercerInvestmentConsultingSRI.pdf. Acesso em: 18 jun. 2018.
- 55. MITCHELL, Ronald K.; AGLE, Bradley R.; WOOD, Donna J. *Toward a theory of stakeholder identification and salience: defining the principle of who and really counts*. Academy of Management Review, vol.22, n°4, p. 853-886, out.1997.
- 56. MONTEIRO, Manuel Alves. *A Responsabilidade Social das Empresas (RSE)*. Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários N.º 21. CMVM. Portugal, ago. 2005. Disponível em: http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Pages/cadernoN21.aspx. Acesso em: 12 jun. 2018.
- 57. MSCI. MSCI KLD 400 Social Index. Disponível em: https://www.msci.com/msci-kld-400-social-index. Acesso em: 14 abr. 2018.
- 58. NA ROTA do dinheiro sujo. (Temporada 1, ep. 1). Direção: Alex Gibney. Produção: Adam Del Deo Yon Motskin Lisa Nishimura Stacey Offman Jason Spingarn-Koff Alex Gibney. Distribuidor: Netflix. Jan, 2018. (75 min).
- 59. NORTH, Douglass C. *The New Institutional Economics and Development*. Washington University. oct.1993.
- 60. OECD. *Guidelines for Multinational Enterprises 2017*. Jun. 2018. Disponível em: http://mneguidelines.oecd.org/annualreportsontheguidelines.htm. Acesso em: 11 ago. 2018.
- 61. OMAR, Selim. *Outperforming through ESG Quant*. Arabesque Partners and Oxford University (Said Business School). Disponível em: https://www.sbs.ox.ac.uk/sites/default/files/research-projects/MiB/4-Arabesque-Case-Narrative.pdf. Acesso em: 18 jul. 2017.

- 62. ORLITZKY, Marc. Does firm size confound the relationship between corporate social performance and firm financial performance? Journal of Business Ethics, vol.33, n° 2, p.167-180, set.2001.
- 63. _____. SCHMIDT, Frank L.; RYNES, Sarah L. *Corporate social and financial performance: a meta-analysis*. Organization Studies, v.24, n.3, p. 403-441, 2003.
- 64. ORTS, Eric W. Beyond Shareholders: Interpreting Corporate Constituency Statutes. George Washington Law Review, 1992-1993.
- 65. PARENTE, Flávia. O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.
- 66. RATHENAU, Walter. *La realtà della società per azioni*. Tradução de Nilson Lautenschleger Jr.. da edição de 1917, intitulada *Vom Aktienwesen- Eine geschaftliche Betrachtung*, Berlim, S. Fischer Verlag. Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro. n° 128. Ano XLI. outubro-dezembro/2012. p.199 a 223.
- 67. ROBECO SAM. Sustainability Assessment. Disponível em: https://www.sustainability-indices.com/sustainability-assessment/. Acesso em: 15 abr. 2018.
- 68. SISTEMA B. *Quem Somos*. Disponível em: https://sistemab.org/br/quem-somos/. Acesso em: 15 abr. 2018.
- 69. SMITH, Adam. *A Riqueza das Nações*. Trad. Luiz João Baraúna, São Paulo: Abril Cultural, 1a ed., 1983.
- 70. SUCHMAN, Mark C. *Managing Legitimacy: Strategic and institutional approaches*. Academy of Management Review, vol. 20, n°3, p.571-610, jul.2015.
- 71. STANWICK, Peter A.; STANWICK, Sarah D. *The Relationship between Corporate Social Performance, and Organizational Size, Financial Performance, and Environmental Performance: An Empirical Examination.* Journal of Business Ethics, vol.17, n°2, p.195-294, jan.1998.

- 72. THOMPSON, James D. *Organizations in action: Social science bases of administrative theory*. New Brunswick, New Jersey: Transaction Publishers, 1967.
- 73. ULLMANN, Arieh A. Data in Search of a Theory: A critical examination of the relationships among social performance, social disclosure, and economic performance. Academy of Management, vol.10, n°3, p.540-557, jul.1985.
- 74. UNITED NATIONS. Guiding Principles for Business and Human Rights:

 Implementing the United Nations "Protect, Respect and Remedy" Framework. Human Rights Office of the High Commissioner. Nova York and Genebra, 2011. Disponível em:

 https://www.ohchr.org/Documents/Publications/GuidingPrinciplesBusinessHR_EN.pd f. Acesso em: 12 out. 2018.
- 75. _____. *UN Global Compact*. Disponível em: https://www.unglobalcompact.org/what-is-gc/mission. Acesso em: 15 abr. 2018.
- 76. WOOD, Donna J. *Corporate Social Performance Revisited*. Academy of Management Review, vol. 16, n°4, p. 691-718, out. 1991.
- 77. ______. JONES, Raymond E. Stakeholder mismatching: a problem in empirical research on CSP. International Journal of Organizational Analysis, vol.3, 3ed., 229-267, 1995.